INFORME ANUAL

2018

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



INFORME ANUAL 2018

PRESENTACIÓN DEL GOBERNADOR 10

Informe anual en breve 23

1 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ANTE EL ENTORNO GLOBAL INCIERTO

1 Introducción 33

2 La desaceleración económica global 37
2.1 Un entorno exterior más débil y heterogéneo, con notables riesgos a la baja 37
2.2 El área del euro ha sufrido las perturbaciones globales de manera particularmente intensa 46

3 La economía española en el período reciente: elementos de soporte y factores de incertidumbre 54
3.1 Un comportamiento más favorable que el del área del euro 54
3.2 La demanda interna como sostén de la actividad 59
3.3 La pérdida de empuje de la demanda externa 67
3.4 Las presiones inflacionistas siguieron siendo muy modestas en el último año 74

4 Algunos factores determinantes para la prolongación de la actual fase alcista 78
4.1 Los soportes clave de la recuperación 78
4.2 Hacia una recuperación más sostenible y equilibrada 81
4.2.1 Calidad del empleo, desigualdad salarial y vivienda 81
4.2.2 Las cuentas públicas: la necesaria consolidación fiscal y los retos derivados del envejecimiento poblacional 87
4.2.3 La productividad: el factor clave para un aumento sostenible del bienestar 92
4.2.4 Los retos del sector bancario 95
4.3 Desarrollo normativo e institucional de la UEM 101

Bibliografía 105

Recuadros
1.1 El impacto global de una hipotética desaceleración económica en China 108
1.2 La resistencia de la economía española ante el empeoramiento del entorno exterior 112
1.3 El empleo y la productividad sectorial en la recuperación 116
1.4 La desigualdad de las rentas salariales y totales en la recuperación económica (2014-2017) 119

2 LOS DETERMINANTES DE LA BAJA INFLACIÓN EN LA UEM Y EN ESPAÑA

Resumen 127

1 Introducción: La importancia de la estabilidad de los precios y el objetivo de inflación 130

2 La evolución reciente de la inflación y las expectativas de inflación 131
2.1 La inflación se encuentra en la actualidad en niveles históricamente reducidos 131
2.2 El ciclo económico y la energía explican las recientes desviaciones a la baja de la inflación con respecto a sus valores de referencia de largo plazo 134
2.3 Las desviaciones transitorias, pero persistentes, de la inflación con respecto al objetivo pueden acabar afectando a las expectativas de largo plazo 135
2.4 Varios factores estructurales presionan las tasas de inflación a la baja a escala global 136

3 Los cambios en la composición de la inflación en la UEM, por países y por ramas 137
3.1 Los países periféricos de la UEM, tradicionalmente más inflacionistas, han pasado a registrar niveles medios de inflación más bajos que el resto 137
3.2 La situación actual de inflación más baja se observa en todas las ramas del núcleo más estable de la inflación 139
3.3 Las fluctuaciones en la tasa de inflación han pasado a estar determinadas por la energía en mayor medida 146

4 Algunos factores que condicionan de la dinámica reciente de la inflación 147
4.1 Las reformas y los factores de demanda (incluida la política fiscal) explican la mayor moderación de la inflación en España (y en otros países periféricos) 147
4.2 La sensibilidad cíclica de la inflación en la UEM es, en general, reducida 150
4.3 La influencia del tipo de cambio sobre la inflación de la UEM ha aumentado en los últimos años 153
4.4 Precios, costes salariales y márgenes en la economía española y en la UEM 155

5 Conclusiones: Las perspectivas de inflación 157

Bibliografía 161

3

EL DISEÑO DE LA POLÍTICA MONETARIA EN EL MEDIO Y EN EL LARGO PLAZO

Recuadros

2.1 La influencia de las medidas de política monetaria recientes del BCE sobre las expectativas de inflación de largo plazo 164

2.2 Factores estructurales y dinámica inflacionista 166

2.3 Factores globales e interdependencia de la inflación 169

2.4 Formación de salarios en un contexto de baja inflación 172

Resumen 179

1 Introducción 181

2 Estrategias de política monetaria en un entorno de bajos tipos de interés 183

3 El tamaño y la composición del balance del banco central 196

4 Conclusiones 204

Bibliografía 206

Recuadros

3.1 Una estimación del tipo de interés natural 209

3.2 Demografía, productividad y tipo de interés anual 212

3.3 Evaluación de las reglas de política monetaria alternativas con el modelo JoSE 216

3.4 La implementación de la política monetaria tras la crisis: una comparación entre un sistema «pasillo» y un sistema «suelo» 220

4

CONSECUENCIAS ECONÓMICAS DE LOS CAMBIOS DEMOGRÁFICOS

Resumen 227

1 Introducción 229

2 El panorama demográfico: fecundidad, longevidad e inmigración 229

3 Envejecimiento de la población y demanda y oferta agregadas 234

3.1 Efectos sobre el consumo, el ahorro y la inversión: tasas de ahorro y situación financiera a lo largo del ciclo vital 235

3.2 Crecimiento potencial, mercado de trabajo y productividad: los nuevos cambios tecnológicos y la importancia de la capacitación profesional a todas las edades 238

4 Cambios demográficos y políticas de estabilización económica 243

4.1 La política monetaria: tipos de interés e inflación en niveles reducidos 244

4.2 La política fiscal: algunas limitaciones sobre su potencia recaudatoria y sobre sus mecanismos de transmisión 246

5 Consecuencias de los cambios demográficos sobre las políticas sociales 248

5.1 El sistema público de pensiones: sostenibilidad financiera y suficiencia 248

5.2 Envejecimiento de la población, sanidad y dependencia: la financiación de un gasto creciente y la necesidad de eficiencia en la provisión de servicios 254

6 Comentarios finales 257

Bibliografía 259

Recuadros

4.1 Proyecciones de población en España: comparaciones e incertidumbre 261

4.2 La evolución de las carteras de los hogares españoles a lo largo de su ciclo vital 264

4.3 Los efectos de los cambios demográficos y tecnológicos sobre el crecimiento en el largo plazo 267

4.4 Los efectos de los cambios demográficos sobre los multiplicadores fiscales de los programas de consumo y de inversiones públicos 270

Composición de los órganos de gobierno del Banco de España

Organigrama general del Banco de España 276

Consejo de Gobierno 278

Comisión Ejecutiva 279

Índice de imágenes 281

Publicaciones del Banco de España 283

Siglas, abreviaturas y signos utilizados 284

ÍNDICE DE CUADROS

1.1 Principales indicadores de la economía española 55

4.1 Características de los sistemas de pensiones en distintos países 250

4.2 Escenarios alternativos del gasto del sistema de pensiones 252

ÍNDICE DE GRÁFICOS

1.1 La economía mundial se desaceleró en 2018, con divergencias por áreas 38

1.2 Las tensiones comerciales pesaron sobre la evolución del comercio mundial 39

1.3 Las economías emergentes se vieron afectadas por importantes tensiones financieras, pero de forma diferenciada según sus vulnerabilidades 42

1.4 Las políticas monetarias serán menos restrictivas de lo previsto anteriormente 44

1.5 Mercados financieros globales 45

1.6 Moderación significativa de la expansión económica del área del euro en 2018 47

1.7 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 48

1.8 Tendencia estable de la inflación subyacente en un contexto de aceleración de los costes laborales 50

1.9 La política monetaria y la fiscal respaldaron el crecimiento económico en la zona del euro 52

1.10 El crecimiento del PIB y del empleo se mantuvo elevado, a pesar del empeoramiento del contexto exterior 56

1.11 Entre las ramas productivas, la industria acusó el impacto del empeoramiento del contexto exterior 58

1.12 Las condiciones de financiación de la economía española siguen siendo muy holgadas 60

1.13 La posición patrimonial de hogares y de sociedades no financieras ha seguido fortaleciéndose 61

1.14 La fortaleza del consumo privado y la tasa de ahorro de los hogares, en mínimos históricos 62

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 65

1.16 Las exportaciones experimentaron una desaceleración significativa 68

1.17 Las importaciones se ralentizan, como consecuencia, en parte, del menor impulso de la demanda final 72

1.18 El superávit exterior se modera 73

1.19 La remuneración por asalariado volvió a experimentar un crecimiento modesto 74

ÍNDICE DE GRÁFICOS

1.20 Evolución de los precios interiores y exteriores 76
1.21 Los precios de consumo experimentaron fuertes oscilaciones, mientras que la inflación subyacente se ha mantenido en niveles reducidos 77
1.22 La economía española ha sentado las bases de un crecimiento más equilibrado 80
1.23 Persisten las debilidades estructurales del mercado de trabajo 85
1.24 Los problemas laborales de ciertos colectivos se ven agravados por las dificultades de acceso a la vivienda 87
1.25 Es urgente garantizar la sostenibilidad de las cuentas públicas 89
1.26 Hacia una recuperación más equilibrada, basada en mejoras de productividad 93
1.27 La productividad media de las empresas españolas, incluso de las grandes, es reducida 95
1.28 Calidad de los activos y rentabilidad de las entidades de depósito 96
1.29 Solvencia de las entidades de depósito en comparativa europea 97

2.1 Evolución de la inflación en el largo plazo 132
2.2 Evolución de la inflación en la UEM 133
2.3 Dispersión de la inflación 138
2.4 Inflación de los servicios y de los bienes industriales no energéticos en la UEM 140
2.5 Inflación de los servicios en España 141
2.6 Evolución de los componentes de servicios y de bienes industriales no energéticos 143
2.7 Papel de los servicios en las exportaciones y en las importaciones 144
2.8 Cambios en las ponderaciones de los distintos componentes 145
2.9 Papel de la energía en la dinámica de la inflación 146
2.10 Descomposición estructural de la inflación en España y en la UEM 148
2.11 Relación no lineal entre inflación y brecha de producción 152
2.12 Respuesta de la inflación a la brecha de producción 153
2.13 Respuesta de la inflación al tipo de cambio 154
2.14 Deflactores y costes: España y UEM 156
2.15 Evolución de las previsiones de inflación del IAPC para España y para el área del euro 158
2.16 Efectos de un aumento de salarios según los modelos MTBE y JoSE 160

3.1 La crisis obligó a los bancos centrales a navegar en «aguas desconocidas» 182
3.2 Los mercados esperan unos tipos de interés en el largo plazo muy por debajo de la media histórica 184
3.3 Evolución del tipo de interés natural en las principales economías avanzadas 186
3.4 ¿Objetivo de precios o de inflación? 193
3.5 El BCE ha pasado de operar en un sistema pasillo a hacerlo en un sistema suelo 197

4.1 Las pirámides de población en países desarrollados reflejan un ensanchamiento en las edades centrales 230
4.2 España está entre los países a la cabeza en longevidad 231
4.3 La fecundidad en España, de las más bajas internacionalmente, reducirá el colectivo en edad de trabajar 232
4.4 Los flujos de inmigración solo pueden compensar el envejecimiento demográfico en el corto plazo 233
4.5 Existe una clara relación positiva entre la edad y la participación electoral, que solo se interrumpe en las edades más avanzadas 234
4.6 Las tasas de participación laboral y empleo en España son más bajas a edades avanzadas 239
4.7 Las habilidades cognitivas y su uso varían a lo largo del ciclo vital 240
4.8 España tiene un alto porcentaje de trabajadores mayores en sectores con elevado uso de habilidades físicas 242
4.9 La composición del gasto en consumo por tipo de bienes varía a lo largo del ciclo vital 245
4.10 La recaudación fiscal y su composición dependen de factores demográficos 247
4.11 Los gastos del sistema de la Seguridad Social dependen de factores demográficos en mayor medida que los ingresos 251

ÍNDICE DE ESQUEMAS

4.12 Un aspecto importante en relación con la sostenibilidad del sistema de pensiones en España es la edad de jubilación 253

4.13 El envejecimiento aumentará el gasto sanitario en España 255

4.14 El envejecimiento también presionará al alza el gasto en dependencia 256

1.1 Las políticas económicas para prolongar la actual fase expansiva de la economía española 83

2.1 Los determinantes de la baja inflación en la UEM y en España 129

3.1 Política monetaria y tipo de interés natural 185

3.2 Evolución reciente del tipo de interés natural 187

3.3 Estrategias de política monetaria en un entorno de bajos tipos de interés 190

3.4 Ventajas y riesgos del balance grande 199

4.1 Consecuencias económicas de los cambios demográficos 228

Presentación del gobernador Pablo Hernández de Cos



El *Informe Anual* del Banco de España constituye el principal instrumento del que dispone la institución para contribuir a la difusión de sus análisis acerca de nuestra economía[1]. En el capítulo introductorio del Informe se proporciona la visión del Banco sobre la evolución más reciente, se subrayan los retos a los que se enfrenta la economía y se exploran posibles vías para abordarlos. El Informe contiene además tres capítulos temáticos, que tratan —respectivamente— el estudio de los factores que subyacen al dilatado período actual de reducida inflación no solo en España, sino también en el conjunto del área del euro, las consideraciones acerca del diseño de la política monetaria a largo plazo tras la experiencia adquirida con la crisis y las consecuencias económicas de los profundos cambios demográficos a los que nuestro país se está enfrentando.

La economía española se enfrenta desde el inicio de 2018 a un entorno internacional más adverso, en el que destaca la incertidumbre generada por las tensiones comerciales

El contexto económico internacional se tornó en 2018 más desfavorable, con una desaceleración de la actividad económica mundial que fue particularmente intensa en relación con los intercambios comerciales. Diversos factores explican este deterioro, entre los que destacan el impacto de los conflictos comerciales, especialmente entre Estados Unidos y China, y las incertidumbres ligadas al desenlace del *brexit*.

Asimismo, en ese entorno, la economía china evidenció las dificultades que supone gestionar ordenadamente el impacto sobre la actividad de su necesario proceso de desendeudamiento. Por su parte, algunas de las economías emergentes que presentan mayores desequilibrios, como Argentina y Turquía, se vieron particularmente

1 Como tal, el *Informe Anual* complementa otras publicaciones económicas regulares del Banco de España, como el *Informe de Estabilidad Financiera,* en el que se analizan semestralmente los riesgos específicos del sistema financiero español y se explica la política macroprudencial de la institución, o el *Boletín Económico,* en el que se presentan trimestralmente la evolución de la economía española, dentro del contexto internacional y del área del euro, y las proyecciones para los próximos años. Por su parte, también con carácter anual, el Banco de España publica sus *Cuentas Anuales,* así como el *Informe Institucional,* que ofrece a los ciudadanos una visión de la organización y de sus funciones, y un resumen de las actividades más relevantes que se han realizado a lo largo del año. Esta información se complementa con la publicación de memorias específicas sobre las actividades de supervisión bancaria, las reclamaciones o la vigilancia de las infraestructuras de mercado, entre otras.

afectadas por el endurecimiento de las condiciones financieras globales asociado al proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos.

La economía del área del euro moderó su crecimiento de forma significativa, y el BCE mantuvo una política monetaria muy acomodaticia

Dado su elevado grado de apertura exterior, el incremento de la incertidumbre y la desaceleración de la actividad y el comercio mundiales se han hecho sentir especialmente en el área del euro, que moderó su crecimiento de manera significativa en 2018. La economía del área del euro se vio afectada, además, por diversas perturbaciones idiosincrásicas negativas, que fueron particularmente intensas en Italia, como resultado de la incertidumbre sobre el curso de sus políticas económicas, y en Alemania, donde se concentraron en algunos sectores clave de su estructura productiva, como el del automóvil.

En este contexto, caracterizado también por niveles reducidos de la inflación subyacente, el Banco Central Europeo (BCE) continuó instrumentando una política monetaria muy expansiva. Así, aunque puso fin a las compras netas de activos en diciembre, comunicó su intención de mantener los tipos de interés en los niveles históricamente reducidos actuales hasta al menos finales de 2019, y de seguir reinvirtiendo los activos acumulados en su balance durante un período prolongado tras la fecha en la que comience a subir los tipos de interés. Además, anunció una nueva serie de operaciones de financiación a más largo plazo (TLTRO). Como resultado, los mercados financieros esperan el mantenimiento de tipos de interés reducidos durante un tiempo extenso.

Las perspectivas de crecimiento mundiales y europeas se encuentran sujetas a riesgos a la baja, que, en el caso de la UEM, exigen una acción decidida para reforzar la arquitectura institucional

De cara al futuro, las perspectivas de crecimiento mundiales y europeas siguen sujetas a importantes riesgos a la baja, entre los que destaca el impacto para la economía mundial de la potencial proliferación de medidas proteccionistas, a los que se unen las vulnerabilidades de algunas economías emergentes, en particular, dada su importancia, las de la economía china, y los elevados niveles de endeudamiento a escala global.

Más allá de los efectos derivados de la eventual materialización de estos riesgos, las economías europeas mantienen también importantes elementos idiosincrásicos

de vulnerabilidad: la incertidumbre sobre el *brexit*, los elevados niveles de endeudamiento en algunos países, la debilidad de determinadas entidades bancarias, las perspectivas demográficas y los bajos niveles de productividad, entre otros.

Afrontar estos retos de la economía europea requiere una acción decidida por parte de las autoridades nacionales para aumentar el potencial de crecimiento y reducir las vulnerabilidades. También exige reconocer que la arquitectura institucional y regulatoria de la Unión Económica y Monetaria (UEM) sigue incompleta, a pesar de las reformas acordadas en los últimos años, y que es preciso culminar su revisión para evitar que la moneda única siga encontrándose expuesta a tensiones en caso de que se materialicen perturbaciones de elevado calibre. Tres son los ámbitos en los que la necesidad de actuar es más perentoria. En primer lugar, a la Unión Bancaria continúa faltándole un pilar muy importante para su culminación, como es la creación de un sistema común de garantía de depósitos. En segundo lugar, es preciso dar un nuevo impulso a la integración de los mercados de capitales, área en la que los progresos siguen siendo lentos. Por último, la capacidad de aseguramiento mutuo se vería fortalecida si se aprobara la creación de un instrumento de estabilización cíclica, propuesta que aún no ha concitado un grado de consenso suficiente.

Los bancos centrales en general, y el BCE en particular, se enfrentan a múltiples dificultades, entre las que destacan la persistencia de una inflación reducida y la proximidad de los tipos de interés a sus límites efectivos inferiores, que pueden exigir una revisión de sus estrategias de actuación

Por otra parte, las economías desarrolladas —en particular, dentro de ellas, el área del euro— se han visto inmersas en un período prolongado de reducida inflación. Esta situación obedece, en parte, al elevado grado de holgura cíclica al que dio lugar la profunda recesión. Además, la prolongación del período de menor dinamismo de los precios habría contribuido a reforzar su persistencia, al presionar a la baja las expectativas de inflación de los agentes.

A ello cabría añadir los efectos de algunos factores estructurales, como el envejecimiento de la población, la globalización o la generalización de las nuevas tecnologías, y —en el área del euro— el impacto de las reformas y de los procesos de ajuste competitivo acometidos en algunos países a raíz de la crisis. Más recientemente, se ha observado, en la UEM y en otras zonas,

un repunte de los crecimientos salariales que, de momento, no se ha trasladado a los precios. De cara al futuro, constituye una incógnita en qué medida esa transmisión tendrá lugar o si, por el contrario, el impacto de los mayores costes laborales tenderá a verse absorbido, como en los últimos trimestres, por una compresión de los márgenes empresariales.

Por otra parte, la proximidad de los tipos de interés a sus límites efectivos inferiores estrecha el margen de maniobra que tienen los bancos centrales para reaccionar ante futuras recesiones, lo que ha abierto un debate acerca de posibles vías para paliar esta limitación. En concreto, recientemente se ha planteado el recurso a alternativas como la elevación del objetivo numérico de inflación o la fijación de una meta relativa al nivel de precios, aunque tales posibilidades no están exentas de costes y de inconvenientes. Además, los bancos centrales tendrán que evaluar si es conveniente que sus balances mantengan el elevado tamaño actual o si, por el contrario, es preferible que este tienda a aproximarse hacia el que era habitual antes de la crisis, cuestión que, más allá de sus aspectos operativos, no solo resulta relevante a efectos de la eficacia de la propia política monetaria, sino que también puede tener consecuencias para la estabilidad del conjunto del sector financiero.

En este contexto exterior, la economía española mantuvo un comportamiento favorable en 2018

Con el trasfondo de este entorno exterior poco propicio, la economía española experimentó una ligera desaceleración, pero mostró un elevado grado de resistencia en comparación con otros países de nuestro entorno. Como resultado, se prolongó, por quinto año consecutivo, la recuperación de la actividad y se mantuvo la intensidad de la creación de empleo, lo que contribuyó a una nueva reducción de la tasa de paro.

Detrás de esta evolución favorable se encuentra el elevado dinamismo de la demanda interna, que ayudó a contrapesar la notable pérdida de empuje de las exportaciones. En concreto, el comportamiento expansivo de las rentas de hogares y de empresas, la mejora de su posición patrimonial (fundamentalmente, como consecuencia de la continuación del proceso de desendeudamiento) y la disponibilidad de financiación en condiciones muy favorables constituyeron elementos de soporte del consumo y de la inversión privados.

No obstante, la fortaleza de la demanda interna se vio alentada por otros elementos menos positivos, en la medida en que dan lugar a posibles fuentes de vulnerabilidad para el futuro. Por un lado, la política presupuestaria mantuvo un tono expansivo, que favoreció, en particular, el crecimiento de las rentas de las familias. Por otro, se produjo un nuevo descenso de la tasa de ahorro de estos agentes, hasta alcanzar un mínimo histórico.

La expansión de la economía se asienta en la corrección de algunos desequilibrios, como el desendeudamiento del sector privado y la mejora de la competitividad

Desde una perspectiva temporal más amplia, el balance de los años transcurridos desde el inicio de la fase expansiva merece, a grandes rasgos, una valoración positiva. El último quinquenio se ha caracterizado por crecimientos elevados de la actividad y del empleo, que han superado con claridad a los observados en el área del euro. Además, la recuperación ha permitido y, en paralelo, se ha sustentado en la corrección de algunos de los desequilibrios que se acumularon en la etapa expansiva anterior.

En particular, la actual fase alcista del ciclo es deudora de la significativa reducción del endeudamiento de hogares y de empresas, la profunda reestructuración experimentada por el sistema financiero y la recuperación de la competitividad externa, que ha posibilitado la sucesión de superávits externos. Este último desarrollo, que contrasta con lo observado en nuestro país en pasadas fases alcistas del ciclo, ha hecho posible que comience a reducirse la deuda neta contraída frente al resto del mundo.

La notable mejora registrada por la competitividad exterior ha alentado el dinamismo de las exportaciones, lo que ha permitido que su participación en el producto de la economía haya experimentado un notable incremento, rasgo destacado, junto con el aumento del peso de la inversión en equipo, de los cambios operados en la estructura productiva de la economía a lo largo de los últimos años.

La economía se encuentra sujeta a diferentes retos y vulnerabilidades, que conviene afrontar con prontitud

A pesar de estos desarrollos, la economía se enfrenta a importante retos y vulnerabilidades, que exigen ser afrontados para favorecer un crecimiento sostenible y equilibrado. La lista de desafíos —que, aunque no sea

exhaustiva, recoge los más importantes— incluye la reducción del elevado endeudamiento público y exterior y de la alta tasa de paro, el aumento de la productividad, la necesidad de encarar las consecuencias del progresivo envejecimiento de la población y el reforzamiento del sistema bancario.

Además, concurren circunstancias que subrayan la necesidad de abordar estos retos con urgencia. Por un lado, resulta crucial aprovechar el entorno económico todavía favorable para acelerar las reformas necesarias. Los potenciales costes transitorios que, en ocasiones, tienen algunas de las reformas estructurales se pueden afrontar en mejores condiciones en escenarios económicos benignos. Asimismo, el efecto de alguna de estas reformas es precisamente el de hacer más resistente la economía ante un escenario adverso. Por otro lado, como ya se ha apuntado, debe tenerse en cuenta que el escenario internacional se caracteriza, más allá de la ralentización ya observada de la actividad y del comercio mundiales, por la presencia de diversas fuentes de riesgo cuya hipotética materialización frenaría la expansión y cuyos efectos podrían verse amplificados por la existencia de los elementos de fragilidad de nuestra economía. En contraste, las iniciativas de política económica llevadas a cabo en los años más recientes para afrontar estos retos han sido muy escasas.

La actual fase expansiva debería ser aprovechada para impulsar una mejora de las cuentas públicas

Entre las dificultades pendientes de afrontar destaca la ausencia de una corrección significativa en el componente estructural del déficit público durante los últimos años. En concreto, aunque a lo largo de la recuperación se ha observado una reducción en el déficit de las Administraciones Públicas, esta ha obedecido fundamentalmente a la propia bonanza de la actividad y al descenso de los tipos de interés, sin que se haya producido una mejora genuina en el saldo estructural, que permanece en niveles muy elevados. Como consecuencia, apenas ha descendido la ratio de deuda pública desde el pico alcanzado en 2014, de modo que, al final del primer trimestre de este año, esta suponía algo más del 98 % del PIB.

El mantenimiento de niveles tan altos de endeudamiento público restringe significativamente el margen de actuación de la política fiscal ante un eventual escenario recesivo, por lo que el proceso de consolidación presupuestaria constituye una tarea que debe ser prioritaria.

La corrección del endeudamiento externo de la economía exige mantener las ganancias de competitividad acumuladas

A pesar de la notable corrección acumulada hasta la fecha, el saldo deudor de la posición de inversión internacional neta se sitúa muy por encima de la observada en otras economías de nuestro entorno. Además, el endeudamiento bruto de la nación se encuentra solo ligeramente por debajo del máximo observado durante la crisis.

Continuar con la reducción del endeudamiento frente al resto del mundo exige la consecución de superávits exteriores de manera sostenida en el tiempo, lo que, a su vez, demanda el logro de ganancias adicionales de competitividad, que, a diferencia de lo observado en la parte transcurrida de la recuperación (basada en la moderación de los costes laborales y financieros), en adelante deberían descansar, en mayor medida, en aumentos de la productividad.

Extender los beneficios de la recuperación a toda la sociedad requiere políticas que potencien la creación de empleo y su calidad, y fomenten la productividad

Además, en un contexto en el que la desigualdad aumentó durante la crisis, debe constituir un objetivo prioritario de política económica conseguir que los beneficios de la recuperación se hagan extensivos a capas de la sociedad tan amplias como sea posible. Ello requiere, entre otras acciones, el logro de aumentos adicionales de la ocupación y de una mejora de la calidad del empleo.

El mercado de trabajo español continúa presentando síntomas de un elevado grado de disfuncionalidad, el principal de los cuales viene dado por la persistencia de un paro muy elevado. Es cierto que la tasa de desempleo ha experimentado una reducción muy significativa desde el inicio de la recuperación, pero aun así sigue siendo muy alta. Este es, particularmente, el caso de algunos colectivos concretos, como el de los trabajadores más jóvenes y el de aquellos con menores niveles de cualificación, grupos poblacionales en los que se concentra, en gran medida, el paro de larga duración. Adicionalmente, la calidad de los empleos existentes, con tasas de temporalidad y de parcialidad no deseada muy elevadas, admite márgenes de mejora significativos.

Dado este diagnóstico, los remedios pasan por la reducción del desajuste entre las cualificaciones de los parados y las solicitadas por los empleadores, lo que requiere una mejora del capital humano del colectivo de desempleados de menor formación, con el fin de facilitar su reinserción en el mercado laboral. Además, la necesidad de afrontar fenómenos como la globalización y la digitalización exige el replanteamiento del diseño institucional del sistema educativo, así como del sistema de aprendizaje y del propio contenido del currículum educativo.

Por su parte, la disminución de la elevada temporalidad demanda la adopción de cambios regulatorios que mejoren el atractivo de la contratación indefinida. Asimismo, la negociación colectiva debe interiorizar la elevada dispersión que existe entre sectores y empresas en términos de productividad, a efectos de facilitar un mejor alineamiento entre esta última y las retribuciones salariales. Avanzar en estas dos dimensiones ayudaría a que las perturbaciones negativas no incidieran tan desproporcionadamente en el empleo como ha venido sucediendo históricamente en la economía española.

La mejora de los niveles de bienestar de la ciudadanía depende, además, de forma crucial, del aumento de los ritmos de avance de la productividad, que han sido muy pobres en la última década. De hecho, frente a la mera acumulación de factores de producción, el aumento de la productividad es el único mecanismo que puede generar un crecimiento económico sostenido y estable en el largo plazo. Resulta esencial, por tanto, acometer las reformas estructurales necesarias para mejorar la dinámica de esta variable. Entre otros aspectos, existe un margen amplio para acometer reformas que reduzcan la dualidad del mercado laboral, revisen aquellas regulaciones que frenan indebidamente la competencia sectorial y desincentivan o dificultan el crecimiento empresarial, mejoren la calidad de las instituciones y eliminen el déficit de capital humano y tecnológico. Al mismo tiempo, una revisión de la composición de los gastos y de los ingresos públicos para aumentar su eficiencia y, con carácter general, una evaluación periódica y sistemática de las políticas públicas podrían contribuir de forma decisiva a la mejora de la productividad.

El fenómeno del envejecimiento poblacional supone un reto de primer orden

El fenómeno del envejecimiento poblacional que se está produciendo en las economías avanzadas comportará consecuencias muy profundas. Los efectos de esta evolución demográfica se harán

patentes en muchas áreas de la economía, al afectar a los patrones de consumo y de ahorro, generar una reducción de la fuerza laboral y, posiblemente, del ritmo de avance de la productividad, y, asimismo, poner a prueba la eficacia de las políticas de demanda para estabilizar la actividad.

Por ello, resulta importante enfatizar que afrontar el reto poblacional requiere la adopción de una estrategia multidisciplinar que, entre otros aspectos, incentive la participación de los trabajadores de más edad, acompase la política migratoria a las necesidades del mercado laboral y fomente la natalidad. En este escenario, las políticas educativas y de capacitación profesional resultan cruciales.

Además, el envejecimiento poblacional supone un reto de primer orden para la sostenibilidad de nuestro sistema de bienestar social, dado que implica un aumento muy pronunciado del gasto público en determinadas partidas, que, de modo notable, comprenden el sistema público de pensiones. Las reformas aprobadas en 2011 y en 2013 incluyeron algunos elementos de ajuste que permitían contrarrestar de manera significativa el efecto del envejecimiento sobre el gasto público en pensiones a través, sobre todo, de una reducción también significativa de la tasa de sustitución. Las últimas medidas aprobadas han retrasado la aplicación del factor de sostenibilidad y han reintroducido, en los últimos años, la revalorización de las pensiones con el IPC. En este contexto, garantizar la sostenibilidad financiera del sistema requerirá medidas adicionales. La trascendencia de esta cuestión subraya la necesidad de construir consensos amplios, sin demoras injustificadas, acerca de estas medidas que son necesarias para que nuestro sistema de pensiones preserve la sostenibilidad intertemporal y la equidad entre las distintas generaciones.

Se ha avanzado en el reforzamiento del sistema bancario, pero quedan importantes tareas pendientes

En 2018 prosiguió el reforzamiento de la situación financiera del sistema bancario, con una mejora importante de la calidad de la cartera de activos. El saneamiento de los balances se apoyó tanto en la continuación de la expansión cíclica como en las operaciones de transferencia y de venta de activos problemáticos llevadas a cabo por el sector. Todo ello redundó en la continuación de la recuperación de la rentabilidad de las entidades financieras.

No obstante, es necesario seguir abordando los considerables retos a los que todavía se enfrenta el sistema bancario, que en muchos casos son compartidos por otros sistemas bancarios europeos. En particular, la reducción adicional de los volúmenes de activos problemáticos y la continuación de la racionalización de los gastos de explotación son indispensables para el restablecimiento de cotas más elevadas de rentabilidad, que sigue en niveles reducidos en relación con el coste del capital que deben asumir estas entidades. Además, las entidades españolas deben reforzar su capital y los pasivos susceptibles de recapitalización interna para afrontar los retos regulatorios pendientes y mejorar su capacidad de resistencia frente a perturbaciones adversas.

Adicionalmente, las entidades deberán adaptarse a la nueva estructura sectorial que se está gestando, caracterizada por la participación de nuevos competidores, y al nuevo entorno tecnológico, en el que la digitalización de muchos servicios financieros plantea importantes riesgos y oportunidades para las instituciones de crédito, y pugnar por una mejora de su reputación, dañada en algunos aspectos tras la crisis.

La reciente creación de la AMCESFI y la ampliación del conjunto de herramientas macroprudenciales a disposición de las autoridades supervisoras sectoriales refuerzan la capacidad de prevención y de mitigación de los riesgos para la estabilidad financiera

Por otra parte, a principios de 2019 se creó la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI) con el objetivo de potenciar la coordinación, el intercambio de información y el análisis de los riesgos para la estabilidad financiera entre el Ministerio de Economía y Empresa, el Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones. En paralelo, se ha ampliado el conjunto de instrumentos a disposición de las autoridades sectoriales para aplicarlos sobre las entidades sujetas a su regulación. En particular, el Banco de España queda facultado para exigir eventualmente a las entidades bancarias colchones anticíclicos de capital por segmentos de crédito, límites a la concentración frente a sectores de actividad económica y condiciones sobre la concesión de nuevos préstamos. Estos instrumentos se unen a los ya existentes (colchón de capital anticíclico y colchones de capital para entidades de importancia sistémica nacional y mundial, entre otros). Estos desarrollos deberían contribuir a

mejorar la capacidad de las autoridades tanto de identificación de los riesgos para la estabilidad financiera como de respuesta para mitigarlos.

En definitiva, la evolución positiva de la economía de los últimos años no puede hacernos olvidar los enormes retos que todavía se deben enfrentar. Solo afrontando estos retos de manera decisiva podremos dar un impulso adicional a la actual fase de recuperación, mejorar la capacidad de nuestra economía de hacer frente a escenarios negativos en el futuro y anticiparnos a las múltiples consecuencias del importante cambio demográfico que ha de encarar este país.

Pablo Hernández de Cos

Gobernador del Banco de España

Presentación del *Informe Anual 2018,* celebrada en la sucursal del Banco de España en Oviedo.

28 de mayo de 2019.

Informe Anual en breve

Evolución en 2018

- **La expansión de la economía española se prolongó en 2018, con un crecimiento del PIB del 2,6 %,** algo menor que el de 2017. El crecimiento siguió siendo muy intensivo en creación de empleo.
- La ligera desaceleración observada estuvo en línea con lo esperado, pero la composición del PIB fue muy distinta: la **demanda interna** mantuvo una elevada fortaleza, frente a la significativa ralentización de las **exportaciones.**
- La **actividad** y el **comercio mundial** se vieron afectados por el endurecimiento de las condiciones financieras globales, el aumento de la incertidumbre debido a factores tales como los conflictos comerciales, o las dificultades de las autoridades chinas para reconducir el endeudamiento de esa economía [recuadro 1.1].
- Las **exportaciones** de las economías del **área del euro** —en general, muy abiertas— se resintieron especialmente en este escenario, al que se añadieron los efectos de la apreciación acumulada del euro y la incertidumbre generada por el *brexit*. Además, en algunos países, como Italia y Alemania, se sumaron otros factores adversos, que repercutieron en la debilidad de la **demanda interna.** Con todo ello, el **crecimiento** interanual del área pasó del 2,7 % a finales de 2017 al 1,2 % un año después.
- El dinamismo de la demanda interna en **España** explica que **el crecimiento del PIB superara en 2018 al del conjunto del área del euro** [recuadro 1.2]. La evolución favorable del gasto de los hogares y las empresas se apoyó en el comportamiento expansivo de sus rentas, la mejora de su posición patrimonial y la disponibilidad de financiación en condiciones favorables.
- En el caso de los **hogares,** el nuevo descenso de la tasa de ahorro y el elevado crecimiento del recurso al crédito para la financiación del consumo sugieren que algunos de estos agentes podrían estar basando sus decisiones de gasto en expectativas demasiado optimistas acerca de sus rentas futuras.
- La fortaleza de la actividad durante el año pasado también se apoyó en el **tono expansivo de la política fiscal.**
- **La inflación general continuó mostrando una cierta volatilidad,** motivada por los vaivenes de los precios energéticos, mientras que la inflación subyacente siguió siendo reducida, en un contexto de cierto repunte de los costes laborales unitarios.

Soportes y vulnerabilidades

- La proyectada prolongación de la expansión en España se sustenta sobre varios elementos de **soporte:**
  - La **mejora de la situación patrimonial de familias y empresas,** tras la significativa reducción de su endeudamiento durante la última década.
  - El **saneamiento** y la **reestructuración del sistema bancario,** que facilita al sector cumplir su función de financiar el gasto de los agentes, y contribuir así al crecimiento.
  - La obtención recurrente de **superávits exteriores,** gracias a la mejora de la competitividad, a la que contribuyó la moderación de los costes laborales y la mayor flexibilidad en el uso del factor trabajo introducida por las últimas reformas laborales.
  - El **tono abiertamente expansivo de la política monetaria del BCE,** que se espera que se mantenga durante un período prolongado.
  - El **reforzamiento de la arquitectura institucional del área del euro,** que, aunque incompleto, ha supuesto la introducción de nuevas herramientas e instituciones en el área de la supervisión prudencial y la estabilidad macrofinanciera —como el Mecanismo Único de Supervisión, el Mecanismo Único de Resolución y el Mecanismo Europeo de Estabilidad—, aspecto este último al que también contribuye la recientemente creada autoridad macroprudencial española (AMCESFI).
- Pero todavía existen ciertos elementos de fragilidad que hacen **vulnerable** a nuestra economía ante posibles perturbaciones adversas:
  - Los altos niveles del **déficit estructural del conjunto de las AAPP** y la elevada **deuda pública.**
  - La elevada **dependencia financiera frente al exterior,** a pesar de los saldos positivos por cuenta corriente de los últimos años.
  - La **vulnerabilidad de algunos grupos de hogares** como consecuencia del aumento de la porción de su gasto realizado con cargo a rentas futuras.
  - El **riesgo de reversión de algunas de las reformas** que han resultado eficaces para favorecer la actual recuperación.

Cómo abordar el reto de conseguir un crecimiento equilibrado y sostenible a largo plazo

- Los desafíos en el ámbito de las **finanzas públicas:**
  - — Reanudación del proceso de consolidación presupuestaria para dotar a la política fiscal de mayor margen de actuación ante perturbaciones futuras.
  - — Adopción de medidas de calado que garanticen la sostenibilidad del sistema de pensiones y que sean equitativas desde el punto de vista de los costes y los beneficios que comportan para las distintas generaciones.
  - — Revisión de la composición de los gastos y los ingresos públicos, tratando de maximizar su contribución al crecimiento.
- La necesidad de **mantener superávits exteriores** de manera sostenida para seguir reduciendo la posición neta deudora frente al resto del mundo. Ello requiere mantener la senda de mejora de la **competitividad,** que, a diferencia de lo ocurrido hasta ahora, deberá descansar en mayor medida en ganancias de **productividad** que en la moderación salarial, lo que exige **mejoras en el capital humano y tecnológico.**
- La necesidad de **corregir las deficiencias estructurales del mercado de trabajo,** cuyos síntomas incluyen una elevada tasa de desempleo (sobre todo para colectivos como los trabajadores más jóvenes y con menor nivel de formación) y altos niveles de temporalidad y de parcialidad no deseada [recuadro 1.3], lo que requiere medidas que:
  - — Maximicen la generación de empleo y ayuden a que aumente el número de horas trabajadas por persona, aspectos que ayudarían a prolongar el proceso reciente de reducción de la disparidad de rentas [recuadro 1.4]. Para ello, es crucial revisar las políticas activas del mercado de trabajo y la formación continua.
  - — Aumenten el atractivo de la contratación indefinida sin menoscabo de la necesaria flexibilidad para evitar que las recesiones se traduzcan en pérdidas masivas de empleo.
- El **reforzamiento de la capacidad del sistema bancario** de contribuir a la financiación del conjunto de la economía: mejora de la rentabilidad, reducción de activos problemáticos, refuerzo de los niveles de capital, adaptación a un nuevo entorno tecnológico y competitivo *(fintech, bigtech)* y recuperación de la reputación.
- La **profundización en la arquitectura institucional del área del euro,** con especial énfasis en la introducción y el desarrollo de elementos que permitan compartir y mitigar riesgos dentro de la UEM de manera más intensa y eficiente que la observada hasta el momento.

Estabilidad de precios y objetivos de inflación

- La estabilidad de precios contribuye al desarrollo sostenible de la economía y, por este motivo, forma parte del mandato de la mayoría de los bancos centrales. En el caso del BCE, la **estabilidad de precios** se establece en términos de incrementos anuales del IAPC en la UEM próximos —pero inferiores— al 2 %, en el medio plazo.
- Desde que se introdujo la moneda única en 1999, la **inflación del área** se ha alineado, en media, con el objetivo del BCE; sin embargo, **desde 2013,** se ha situado de manera persistente en **valores inferiores al objetivo de medio plazo.**
- En el período más reciente, el **BCE** ha recurrido intensamente a medidas extraordinarias para proporcionar los estímulos expansivos necesarios a fin de **elevar la inflación observada hacia el objetivo** [recuadro 2.1].

La evolución de la inflación y las expectativas

- El diagnóstico sobre los determinantes del actual **escenario de «baja inflación»** que caracteriza a algunas de las principales economías avanzadas, incluida el área del euro, es crucial para la conducción de la política monetaria.
- Este escenario de baja inflación es, en parte, resultado de **factores transitorios,** ligados a circunstancias cíclicas y a los precios de la energía.
- Pero también hay **factores estructurales,** de mayor permanencia, como el envejecimiento de la población, la globalización y las nuevas tecnologías y formas de comercio, que están presionando la inflación a la baja a escala global [recuadros 2.2 y 2.3].
- La inflación baja mantenida durante mucho tiempo puede llevar a que las **expectativas** de largo plazo acaben reflejando, en parte, la inflación corriente, lo que puede provocar un cierto desanclaje de las expectativas de inflación en relación con el objetivo a medio plazo del BCE.

Cambios en la composición de la inflación: por países y por ramas

- Para entender el fenómeno de la baja inflación en la UEM, es importante atender a su composición por países y ramas: **la inflación de los países periféricos ha convergido a la del núcleo** (1999-2018), y la reducción de la inflación en los servicios ha sido especialmente intensa.
- La inflación se ha moderado más en los países que sufrieron con más intensidad la crisis, acometieron programas de ajuste económico-financiero y aplicaron una política fiscal más contractiva durante la crisis de la deuda soberana, como en el caso de Portugal, Grecia, Irlanda y España. La inflación promedio en estos países fue del 0,4 % en 2013-2018, frente al 0,9 % del área del euro. En el resto de los países la inflación actual es solo ligeramente más baja, en media, que en los años posteriores a la introducción del euro.
- Los **precios de la energía** son ahora más determinantes en las fluctuaciones de la tasa de inflación, ya que los componentes más estables de los índices de precios han tendido a moderarse, especialmente los **precios de los servicios,** sector tradicionalmente más inflacionario.

Algunos factores explicativos adicionales

- La **política monetaria** contribuyó positivamente al alza de la inflación y del PIB, durante la crisis y en la recuperación, en el área del euro y en España, relajando las condiciones financieras y contrarrestando las presiones deflacionistas.
- La **reducida sensibilidad cíclica** de la inflación en la UEM explica en parte por qué la fase actual de recuperación económica no ha venido acompañada de mayores presiones inflacionistas. La **influencia del tipo de cambio** sobre la inflación del euro ha aumentado en el período más reciente.
- **Tras la crisis,** la inflación se moderó más en España que en el área del euro. En particular, **la moderación de los costes laborales ha sido determinante en el menor dinamismo de los precios internos.**
  - Al inicio de la crisis, la reducción de los costes laborales se reflejó parcialmente en los precios porque los márgenes empresariales, ante condiciones de financiación más restrictivas o problemas de competencia sectorial, no se ajustaron a la situación cíclica.
- **En el período más reciente, el repunte de los salarios ha coincidido con una moderación de los márgenes empresariales** (especialmente en los servicios) tanto en España como en la UEM, de manera que la traslación de los mayores costes laborales a los precios está siendo muy moderada.

Perspectivas de la inflación

- **Las previsiones de inflación subyacente se han revisado sistemáticamente a la baja** en los últimos dos años. En 2018, estas revisiones fueron generalizadas por países y por ramas y, en particular, en los servicios, a pesar del contexto de recuperación económica.
- La infraestimación recurrente de la inflación durante los últimos años refleja que el grado de persistencia de las desviaciones con respecto a su objetivo es significativamente superior al estimado hasta el momento.
- También podrían estar operando factores de oferta permanentes, ya mencionados, cuyo impacto a corto plazo es difícil de cuantificar.

Escenario actual de la política monetaria y perspectivas

- La respuesta de la política monetaria de las principales economías avanzadas a la crisis financiera mundial que se inició hace una década consistió principalmente en:
  - — **Reducir los tipos de interés oficiales hasta niveles históricamente bajos,** incluso negativos en algunos casos.
  - — Una política de **«expansión cuantitativa»:** compras de activos a gran escala y operaciones de provisión de liquidez y financiación a los bancos. Resultado: un **crecimiento sin precedentes del tamaño del balance de los principales bancos centrales.**
- Ambos aspectos, tipos de interés bajos y balance grande, plantean **desafíos y dilemas para la política monetaria** en la próxima década.

Estrategias de política monetaria en un entorno de bajos tipos de interés

- En el escenario que afrontan ahora los bancos centrales, **sus tipos de interés probablemente oscilarán en torno a niveles cercanos a sus límites inferiores** (por debajo de los cuales no es posible reducir dichos tipos de interés para proporcionar un mayor estímulo monetario).
  - — Debido, entre otros factores, a la presión a la baja que la evolución demográfica adversa ejerce sobre el tipo de interés [recuadros 3.1 y 3.2].
- Para ganar margen de maniobra, los bancos centrales se están planteando **estrategias alternativas** [recuadro 3.3]:
  - — **Elevar el objetivo numérico de inflación:** del 2 % vigente al 3 % o 4 %, por ejemplo.
  - — Establecer una senda del **nivel de precios como variable objetivo** en lugar de la inflación (bien de forma permanente, bien solo cuando los tipos de interés alcanzan su límite inferior y se requieren expectativas de inflación alta en el futuro).
  - — **Sustituir el efectivo por dinero digital:** como forma de eliminar el límite inferior a los tipos de interés.
  - — Estas medidas, sin embargo, **no están exentas de costes y riesgos,** que no deben subestimarse.
- Otras autoridades y otras políticas económicas pueden contribuir a **aliviar la restricción del límite inferior a los tipos de interés** y a ampliar el margen de maniobra que necesita la política monetaria: **reformas estructurales y política fiscal.**

El tamaño y la composición del balance del banco central: opciones

- El **balance del Eurosistema** ha aumentado desde el 13 % del PIB del área en 2006 hasta el 41 % a finales de 2018:
  - — En el **activo,** mediante las operaciones de refinanciación a largo plazo (LTRO) de los bancos y los programas de compras de valores a gran escala (APP).
  - — En el **pasivo,** con el aumento de las reservas bancarias depositadas por los bancos comerciales en el Eurosistema.
- La **instrumentación de la política monetaria del BCE** ha evolucionado, adaptándose al nuevo escenario que han ido determinando estas medidas:
  - — Desde un **sistema de «pasillo»:** en un contexto de escasez de reservas, el BCE guía los tipos de los préstamos interbancarios (resumidos, por ejemplo, en el eonia) dentro del pasillo formado por los tipos de sus facilidades de crédito («techo» o límite superior de las rentabilidades del mercado monetario) y de depósito («suelo» o límite inferior).
  - — A un **sistema «suelo»:** los bancos tienen reservas abundantes, por lo que el eonia se encuentra muy cercano a su suelo, es decir, al tipo de interés de la facilidad de depósito.
- Los bancos centrales deben decidir **si mantienen el tamaño del balance en niveles similares a los actuales o lo reducen a un tamaño equiparable al del período precrisis.**
  - — Mientras sus pasivos sigan consistiendo principalmente en reservas bancarias (a corto plazo), la elección entre balance grande o pequeño (cuyos pros y contras se resumen en el esquema 3.4) equivale a la de mantener el actual sistema suelo (con un balance grande) o volver al sistema pasillo precrisis (con un balance mucho menor) [recuadro 3.4].
  - — En este contexto, se discute también la posibilidad de alargar el plazo de los pasivos del banco central.
- **Preservar el sistema suelo presenta ciertas ventajas** (en términos, por ejemplo, de un mayor control de los tipos de interés), aunque en el Eurosistema **sería posible mantener el sistema suelo con un volumen de exceso de reservas** (y un tamaño del balance) **menor que el actual.**

Cambios en la estructura de la población: fecundidad, longevidad inmigración

- Los **cambios demográficos,** junto con los **avances tecnológicos,** están transformando profundamente nuestras economías, y lo harán aún más en las próximas décadas.
- La **estructura de la población española por edades va a cambiar en los próximos años:** evolucionamos hacia una población sensiblemente más envejecida. Según las previsiones, la proporción de los mayores de 66 años frente a las personas de 16 a 66 años se va a duplicar entre 2018 y 2050: por cada persona mayor de 66 años solo habrá dos personas de entre 16 y 66 años [recuadro 4.1].
- Este **proceso de envejecimiento de la población** se explica:
  - En el grupo de los mayores, por el aumento de la esperanza de vida y por la llegada de las generaciones del *baby boom* de los años sesenta a este grupo.
  - En grupos de menor edad, por la caída de las tasas de natalidad a partir de los años ochenta.
- Todo esto lleva a un **aumento del peso relativo de la población de jubilados en relación con la población en edad de trabajar,** que ya estamos viendo en las economías avanzadas. En España se ha empezado a notar más tarde y ocurrirá de forma más rápida en los próximos años.

Impacto sobre la demanda y la oferta y políticas macroeconómicas

- El envejecimiento poblacional afecta a la demanda y la oferta agregadas.
  - **Demanda.** Los patrones de **consumo y ahorro, inversión, renta y riqueza** son diferentes en cada grupo de edad. Por ello, es previsible que tanto el consumo como su composición varíen (de mantenerse las pautas de comportamiento de las generaciones actuales). También habrá cambios en las carteras de activos de las nuevas cohortes de jubilados [recuadro 4.2], que, en la actualidad, apuntan a un elevado peso de la propiedad inmobiliaria sobre la riqueza total y a uno bajo de los fondos de pensiones y los activos financieros.
  - **Oferta.** El **crecimiento potencial** de la economía responde a los cambios en el **empleo** y en la **productividad.** Existe evidencia de que en países avanzados, en las décadas recientes, el envejecimiento de la población ha estado asociado a una reducción del crecimiento potencial por menor tasa de empleo y por caída de la productividad [recuadro 4.3]. Para paliar estos efectos sobre la oferta conviene desarrollar políticas educativas para asimilar los cambios tecnológicos y proporcionar incentivos para aumentar la edad de salida del mercado laboral.
- A medida que aumente la proporción de los mayores, las políticas macroeconómicas se transmitirán de forma distinta, y variarán sus efectos:
  - **Política monetaria:** cabe esperar que los tipos de interés tenderán a ser bajos [recuadro 3.3]; la aversión a la inflación, mayor, y las presiones inflacionistas, menores.
  - **Política fiscal:** el nivel y la composición de los gastos públicos y de la recaudación impositiva variarán, con cambios en el peso relativo de las cotizaciones sociales frente al gasto en pensiones, y menores niveles de recaudación en el impuesto sobre la renta por rentas del trabajo y, previsiblemente, en impuestos indirectos. También variará el modo de transmisión de los impulsos fiscales a la actividad económica [recuadro 4.4].

Las políticas sociales

- La disminución del peso relativo de la población en edad de trabajar frente a la de los jubilados significa que **los ingresos por cotizaciones sociales disminuyen en relación con el mayor gasto en pensiones, sanidad y dependencia.**
- Este desequilibrio entre los ingresos y los gastos hace necesarias una **reforma de calado del sistema de pensiones y otras políticas sociales** (gasto en sistema sanitario y en programas de dependencia), de modo que se revisen sus fuentes de financiación y el nivel y eficiencia de las prestaciones.
- Las reformas **tienen que ser financieramente sostenibles, ofrecer las prestaciones suficientes y distribuir equitativamente** los costes y los beneficios **entre las generaciones** actuales y las futuras.
- Las políticas de conciliación de la vida familiar y laboral y en favor de la natalidad pueden contribuir a alcanzar una situación demográfica más equilibrada.


BANCO DE ESPAÑA
BANCO DE ESPAÑA
BANCO DE ESPAÑA
BANCO DE ESPAÑA
BANCO DE ESPAÑA
BANCO DE ESPAÑA

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 entorno[1].

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 empresarial[2].

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

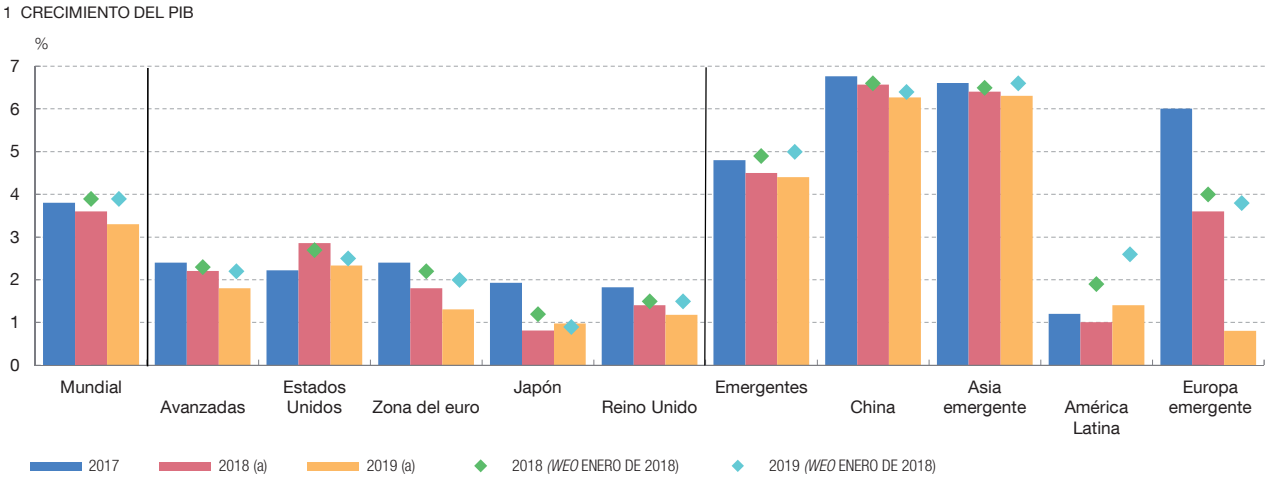
La economía mundial se desaceleró en 2018, en un entorno de crecientes tensiones comerciales y de endurecimiento de las condiciones financieras. El PIB mundial creció un 3,6 %, tasa algo inferior a la esperada al inicio del año y dos décimas menor que la de 2017, con un perfil de desaceleración que se 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 *brexit,* 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.

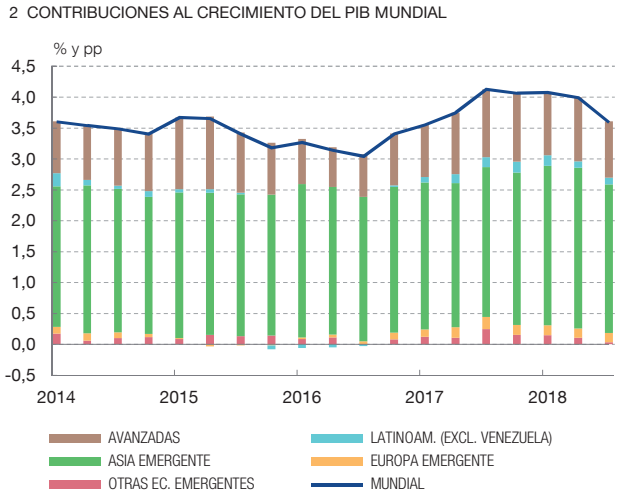
Los intercambios internacionales de bienes y de servicios, que se habían recuperado intensamente en 2017, se ralentizaron de modo significativo en 2018. Así, tras haber repuntado hasta tasas del 5,4 % el año anterior, el comercio mundial avanzó un 3,8 % en 2018. Esta desaceleración obedeció a la pérdida 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).

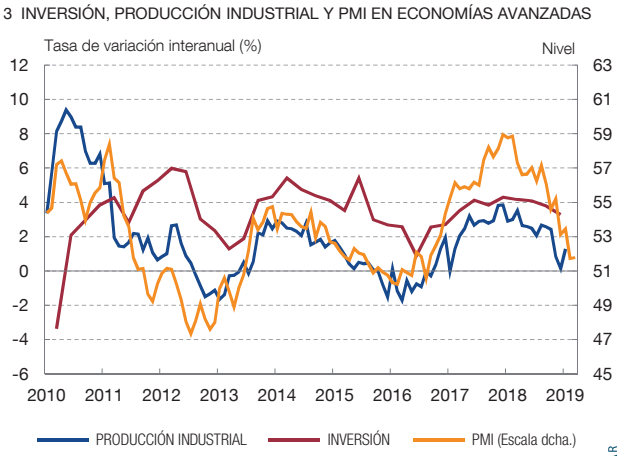
Gráfico 1.1

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.







DESCARGAR

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

a Previsión *WEO* abril de 2019.

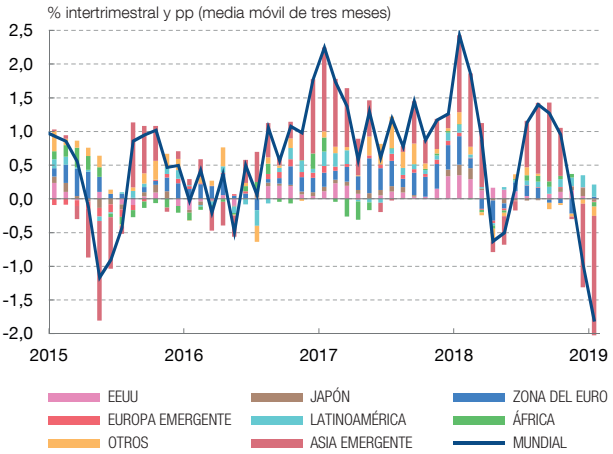
Durante 2018, el conflicto comercial se desarrolló en distintas fases. En primavera, entraron en vigor aumentos de los aranceles estadounidenses sobre distintos productos (principalmente, importaciones provenientes de China), con las correspondientes represalias de los países afectados. Además, el Gobierno 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.

Gráfico 1.2

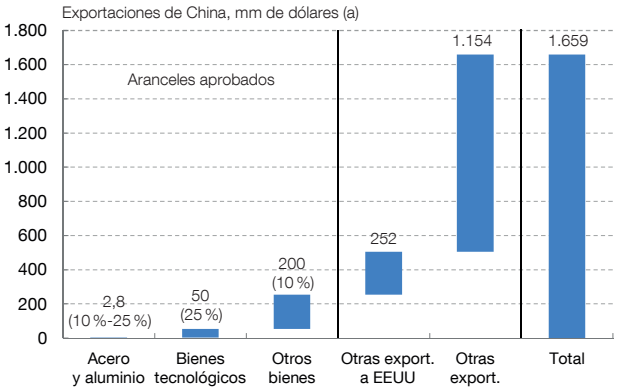
LAS TENSIONES COMERCIALES PESARON SOBRE LA EVOLUCIÓN DEL COMERCIO MUNDIAL

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



DESCARGAR

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 base[3].

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 pronunciado[5]. 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 1.1[6].

---

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

4 Véase Banco de España (2108l).

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 macrofinancieras[7]). 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 dólares[8]. 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 actividad[9].

---

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

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

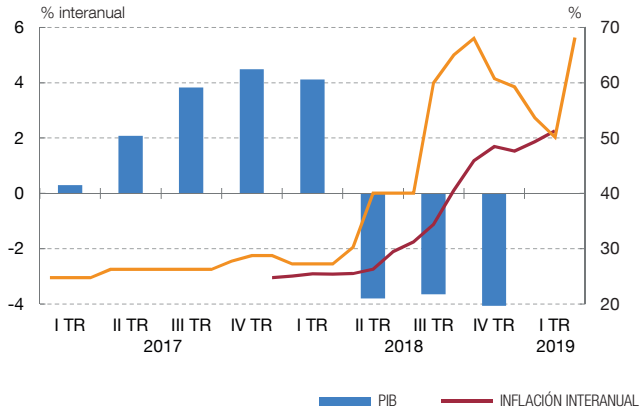
9 Véase Banco de España (2018k).

Gráfico 1.3

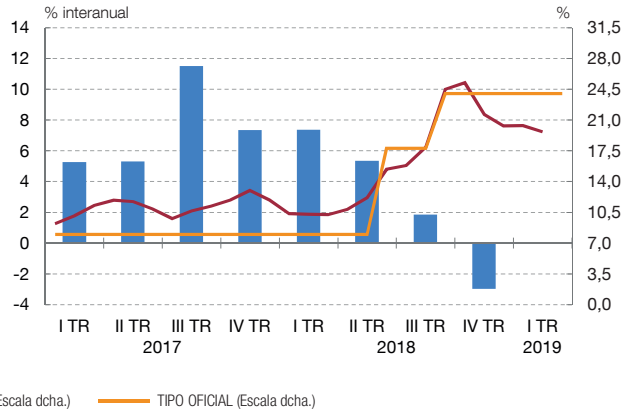
LAS ECONOMÍAS EMERGENTES SE VIERON AFECTADAS POR IMPORTANTES TENSIONES FINANCIERAS, PERO DE FORMA DIFERENCIADA SEGÚN SUS VULNERABILIDADES

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.

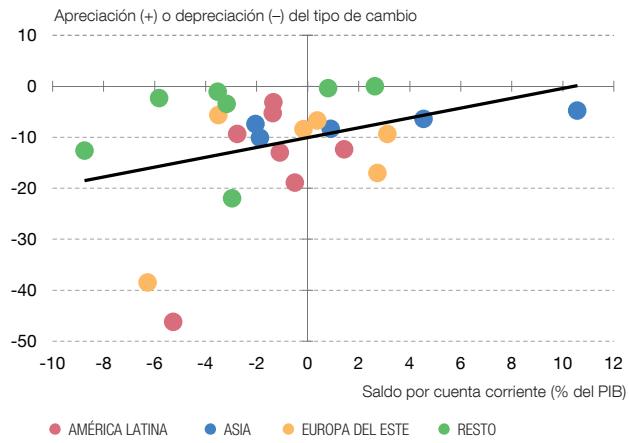
1 ARGENTINA: PIB, INFLACIÓN Y TIPO DE INTERÉS OFICIAL



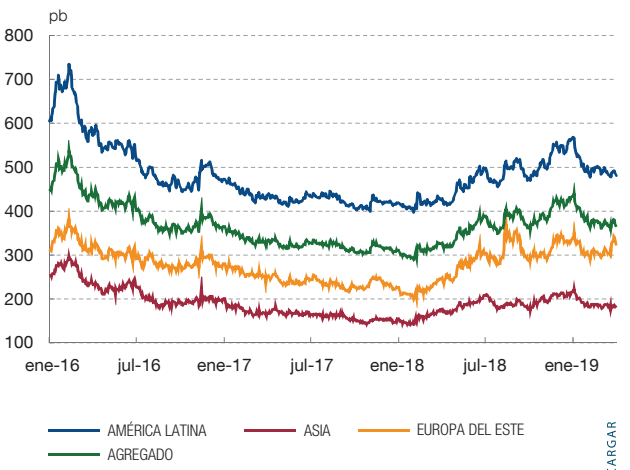
2 TURQUÍA: PIB, INFLACIÓN Y TIPO DE INTERÉS OFICIAL



3 DEPRECIACIÓN CAMBIARIA Y VULNERABILIDAD EXTERIOR



4 DIFERENCIALES SOBERANOS (EMBI)



DESCARGAR

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).

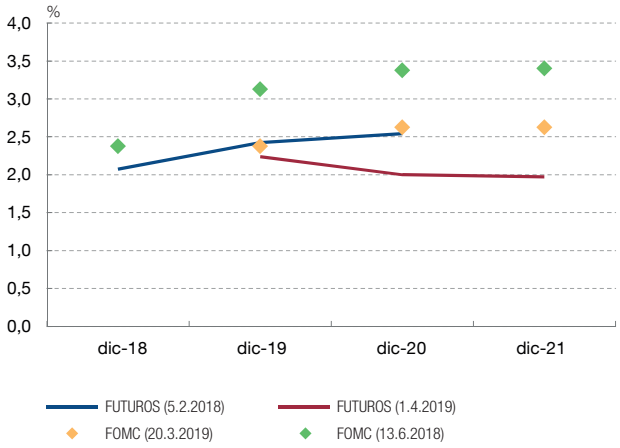
Las políticas monetarias de otros bancos centrales conservaron, en general, un tono expansivo. Como se desarrolla más adelante, el BCE finalizó sus compras netas de activos en diciembre, pero señaló que la política monetaria seguiría siendo ampliamente acomodaticia y que la reinversión de los valores 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 *brexit,* 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.

Gráfico 1.4

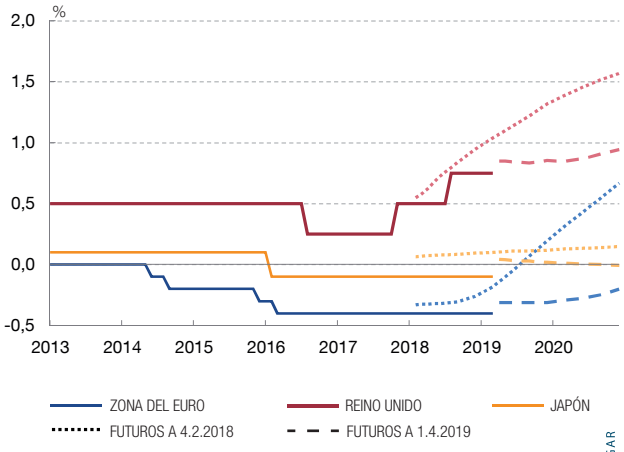
LAS POLÍTICAS MONETARIAS SERÁN MENOS RESTRICTIVAS DE LO PREVISTO ANTERIORMENTE

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.

1 EEUU: TIPO DE INTERÉS OFICIAL. PROYECCIONES CENTRALES DEL FOMC Y FUTUROS (a)



2 OTRAS ECONOMÍAS AVANZADAS: TIPOS DE INTERÉS OFICIALES Y FUTUROS



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.

DESCARGAR

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.

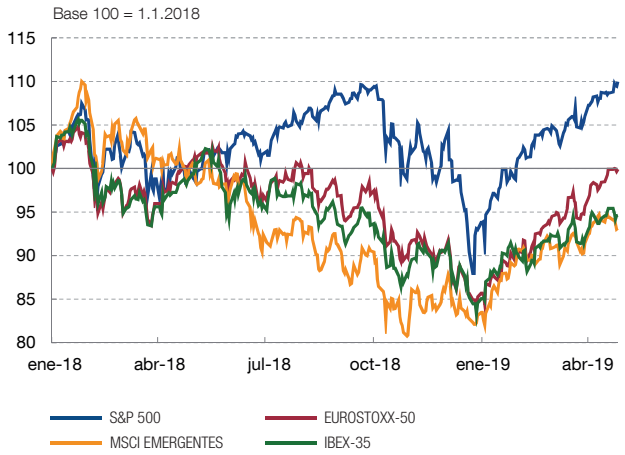
En el conjunto del año, los principales índices bursátiles de las economías avanzadas y de las emergentes cerraron con pérdidas, tras registrar máximos históricos en algún caso. La mayor caída se produjo en la bolsa china (–24,6 %), mientras que el EUROSTOXX-50, el índice de referencia europeo, experimentó 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.

Gráfico 1.5

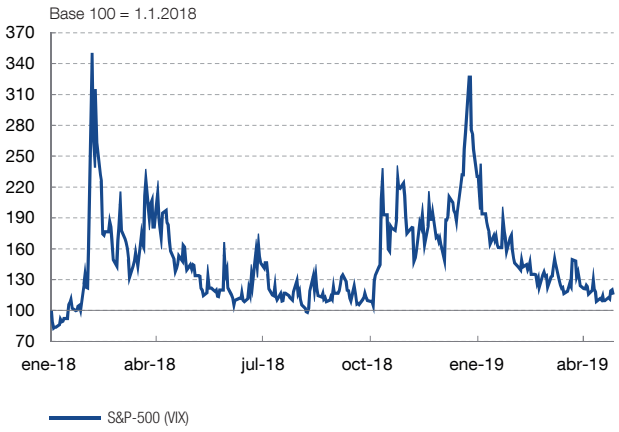
MERCADOS FINANCIEROS GLOBALES

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.

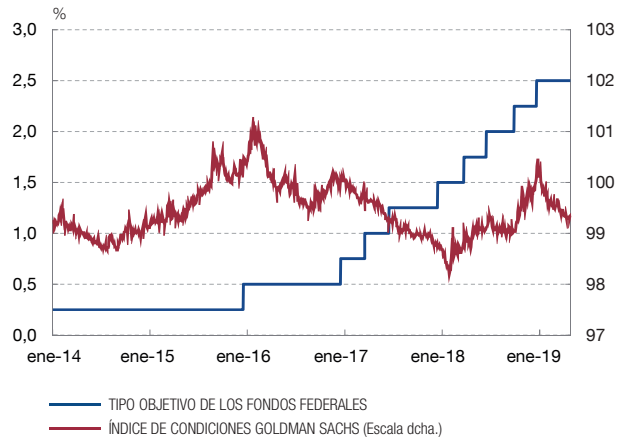
1 ÍNDICES BURSÁTILES



2 VOLATILIDADES IMPLÍCITAS



3 CONDICIONES FINANCIERAS EN ESTADOS UNIDOS



4 TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



DESCARGAR

FUENTES: Thomson Reuters Datastream y Bloomberg Data License.

a Argentina, Túnez, Nigeria, Brasil y Turquía.

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 *brexit*[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

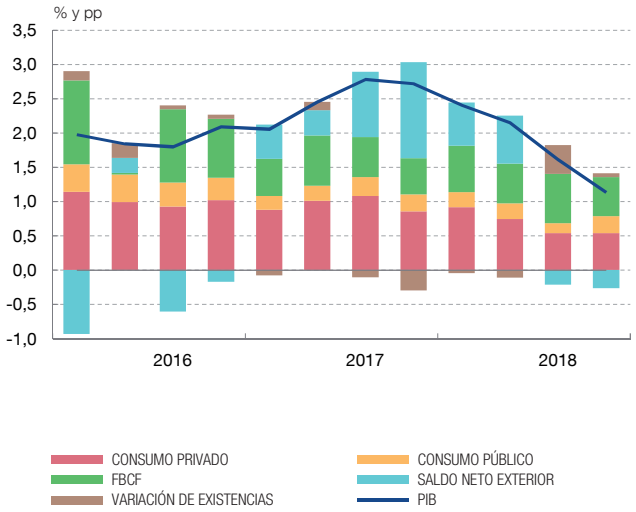
10 Para una discusión acerca de las consecuencias de un *brexit* sin acuerdo, véanse, por ejemplo, Banco de Inglaterra (2018) y Vega (2019).

Gráfico 1.6

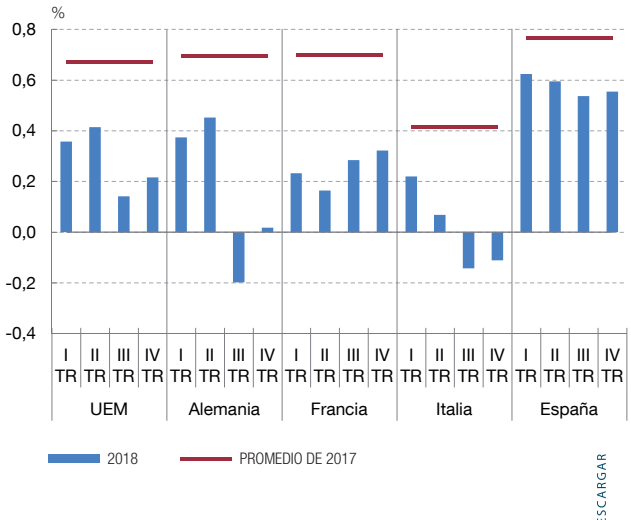
MODERACIÓN SIGNIFICATIVA DE LA EXPANSIÓN ECONÓMICA DEL ÁREA DEL EURO EN 2018

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



DESCARGAR

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 dinamismo[11]. Adicionalmente,

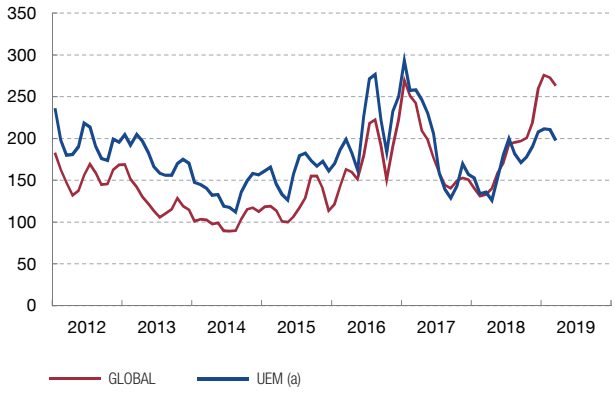
11 Véase Banco de España (2019b).

Gráfico 1.7

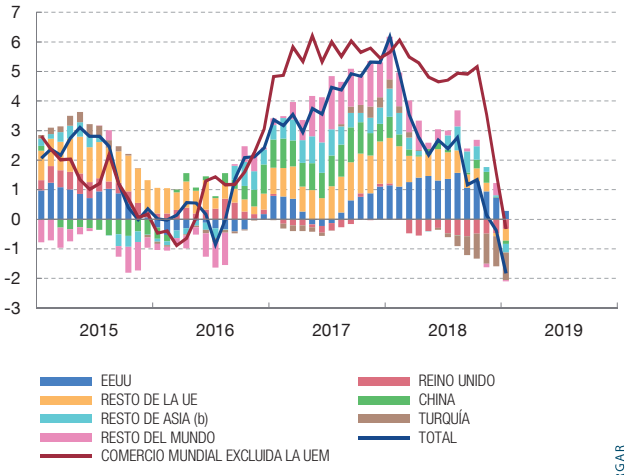
LA ECONOMÍA DEL ÁREA DEL EURO SE VIO LASTRADA POR LA MODERACIÓN DEL CRECIMIENTO DE SUS MERCADOS DE EXPORTACIÓN Y POR EL CONTEXTO DE MAYOR INCERTIDUMBRE

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.

DESCARGAR

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 reducida[12]. 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.

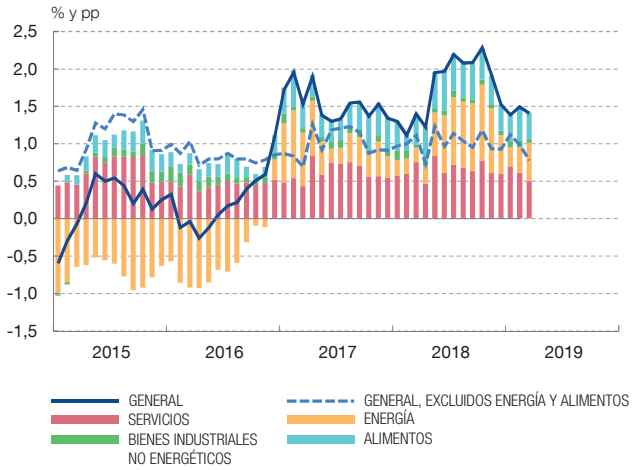
El empleo también reflejó el menor dinamismo de la actividad. El número de puestos de trabajo continuó creciendo en 2018, si bien a tasas inferiores a las observadas el año anterior y con una tendencia descendente, en línea con la pérdida de vigor de la actividad a lo largo del año. Esta moderación de 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.

Gráfico 1.8

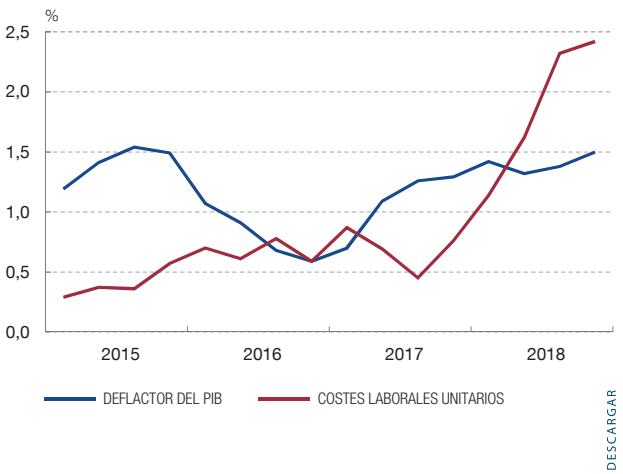
TENDENCIA ESTABLE DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE EN UN CONTEXTO DE ACELERACIÓN DE LOS COSTES LABORALES

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



DESCARGAR

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 2020[13]. 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.

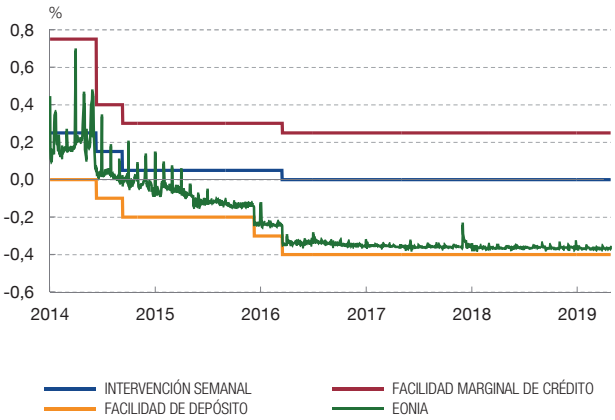
13 Véase Banco Central Europeo (2018).

Gráfico 1.9

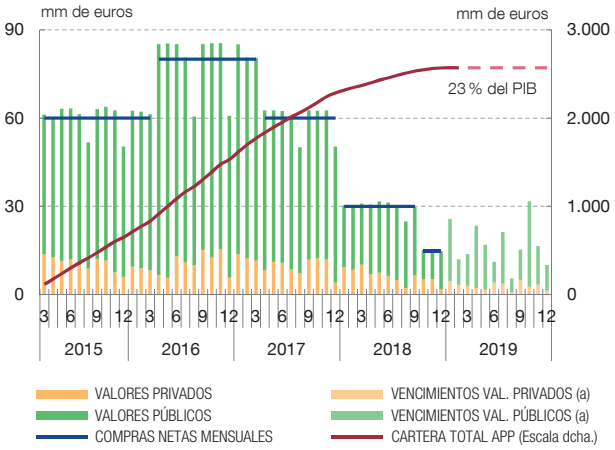
LA POLÍTICA MONETARIA Y LA FISCAL RESPALDARON EL CRECIMIENTO ECONÓMICO EN LA ZONA DEL EURO

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.

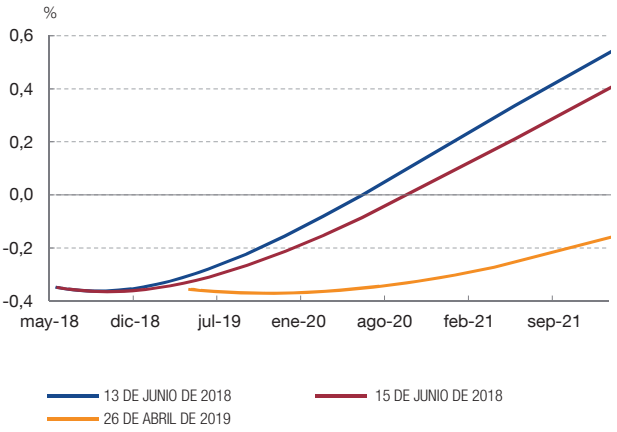
1 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DEL BCE Y EONIA



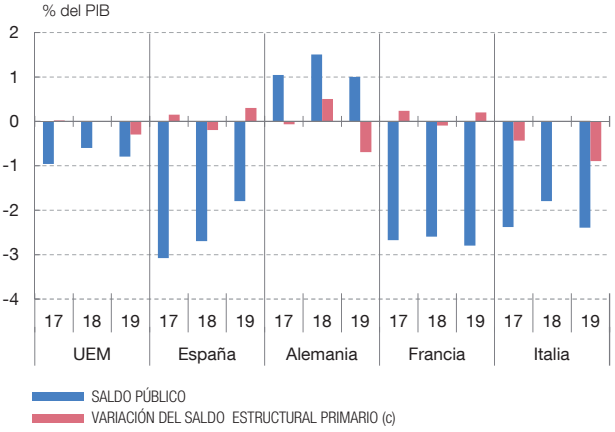
2 PROGRAMA DE COMPRA DE VALORES (APP)



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 reinvirtiendo 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 prolongado[15].

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 adquiera 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 internacionales[17]. 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.

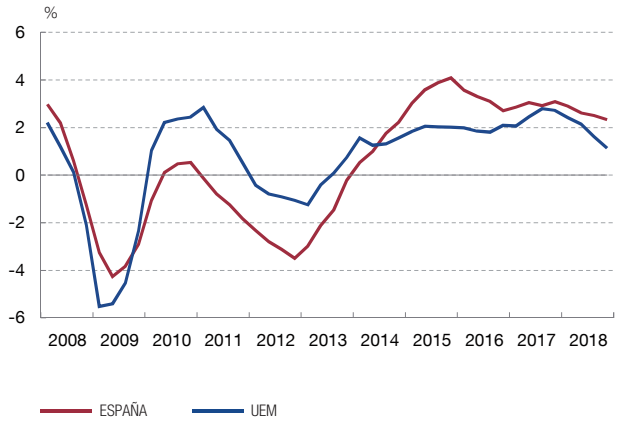
a Los datos de la Contabilidad Nacional de España corresponden a la base 2010.
b Índices de volumen. Tasas de variación anual.
c Tasas de variación, salvo las tasas de ocupación y de paro, que se presentan en niveles.
d Tasa de ocupación (16-64 años).
e Niveles, en porcentajes del PIB.
f Niveles medios 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.

Gráfico 1.10

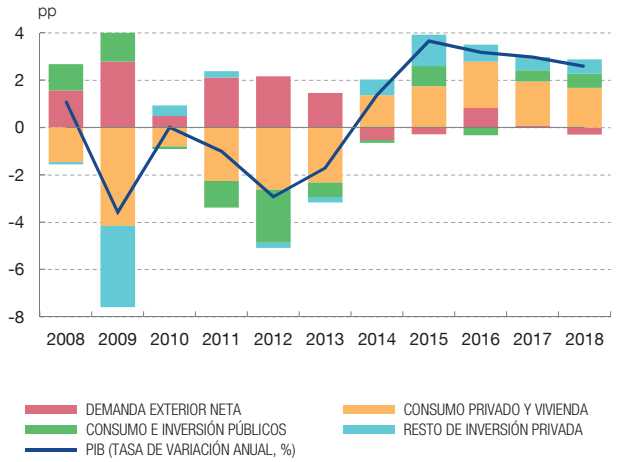
EL CRECIMIENTO DEL PIB Y DEL EMPLEO SE MANTUVO ELEVADO, A PESAR DEL EMPEORAMIENTO DEL CONTEXTO EXTERIOR

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.

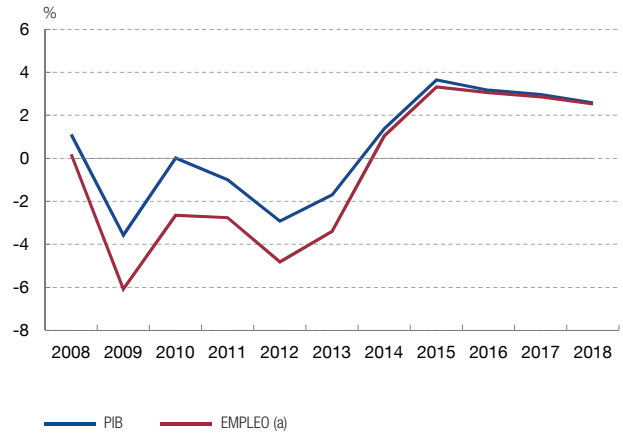
1 EVOLUCIÓN DEL PIB: ESPAÑA Y UEM
Tasas de variación interanual en términos reales



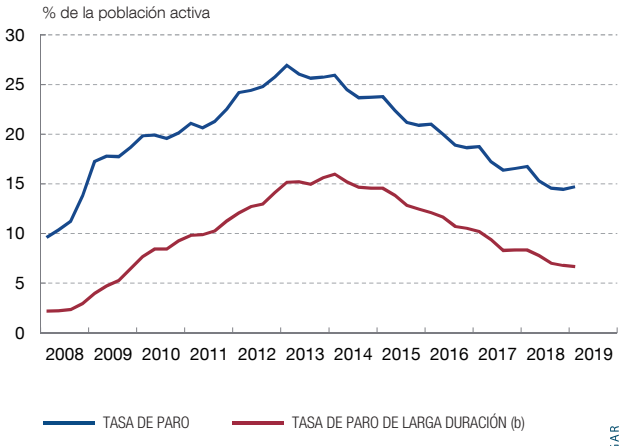
2 PIB, COMPONENTES DE LA DEMANDA NACIONAL Y DEMANDA EXTERIOR
Tasas de variación anual y aportaciones al crecimiento



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.

DESCARGAR

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.

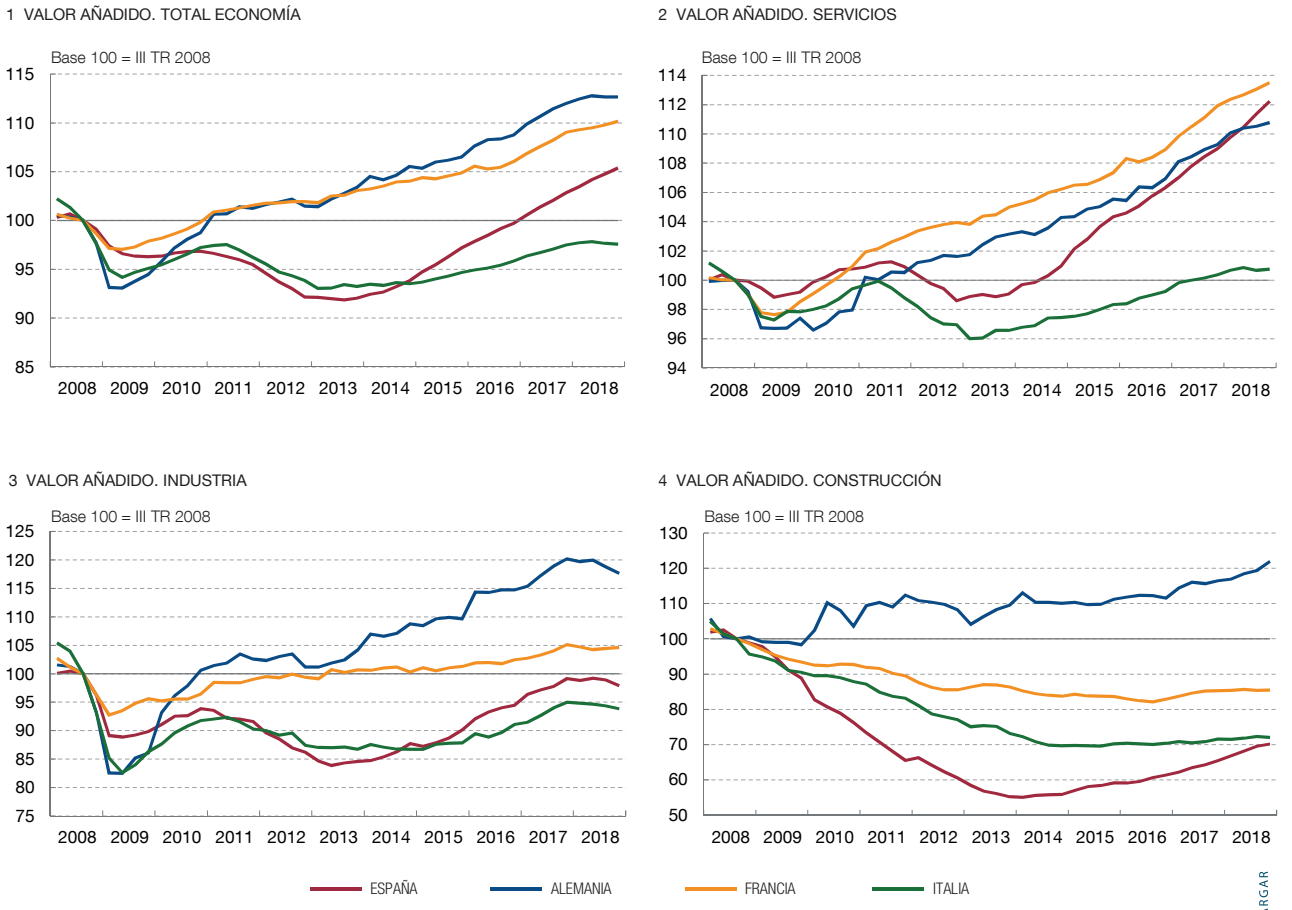
La capacidad de la economía para continuar manteniendo el elevado ritmo de crecimiento de los últimos trimestres, no obstante, viene condicionada por varios factores. El recuadro 1.2 concluye que el crecimiento del consumo de los hogares a un ritmo superior al de sus rentas y el cierto tono expansivo 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

Gráfico 1.11

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.



DESCARGAR

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 institución[18], 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 adversas[19].

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).

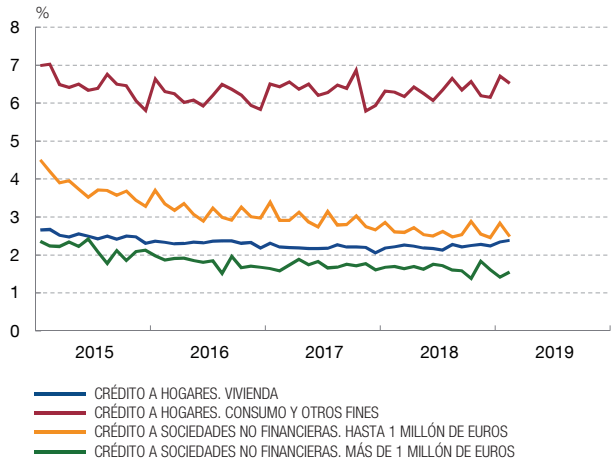
19 Véanse Banco de España (2018d, 2018h y 2018j).

Gráfico 1.12

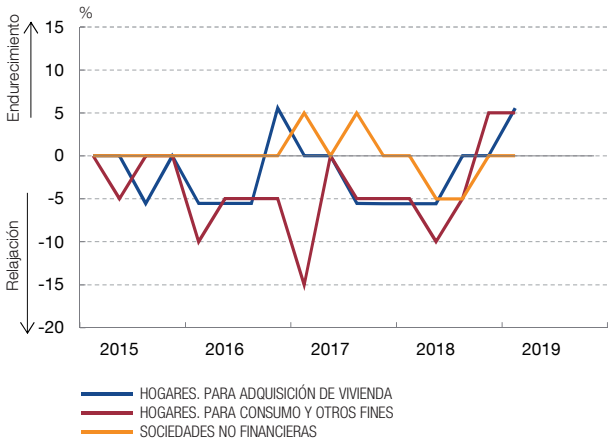
LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA SIGUEN SIENDO MUY HOLGADAS

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.

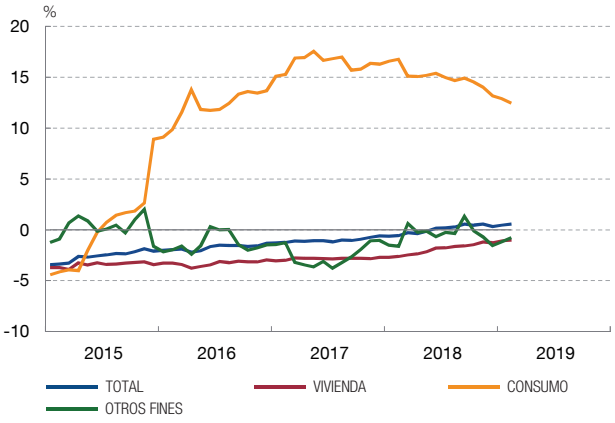
1 TIPOS DE INTERÉS DEL CRÉDITO BANCARIO. ESPAÑA



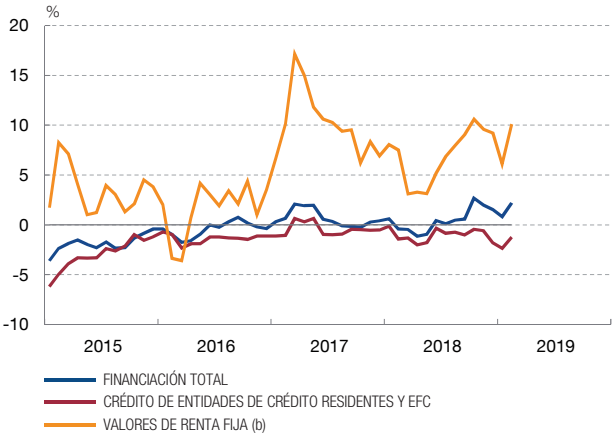
2 EPB. VARIACIONES DE LOS CRITERIOS DE OFERTA DE PRÉSTAMOS BANCARIOS (a)



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 × 1 + porcentaje de entidades que han endurecido los criterios en cierta medida × 1/2 – porcentaje de entidades que han relajado los criterios en cierta medida × 1/2 – porcentaje de entidades que han relajado los criterios considerablemente × 1.

b Incluye las emisiones realizadas por filiales residentes.

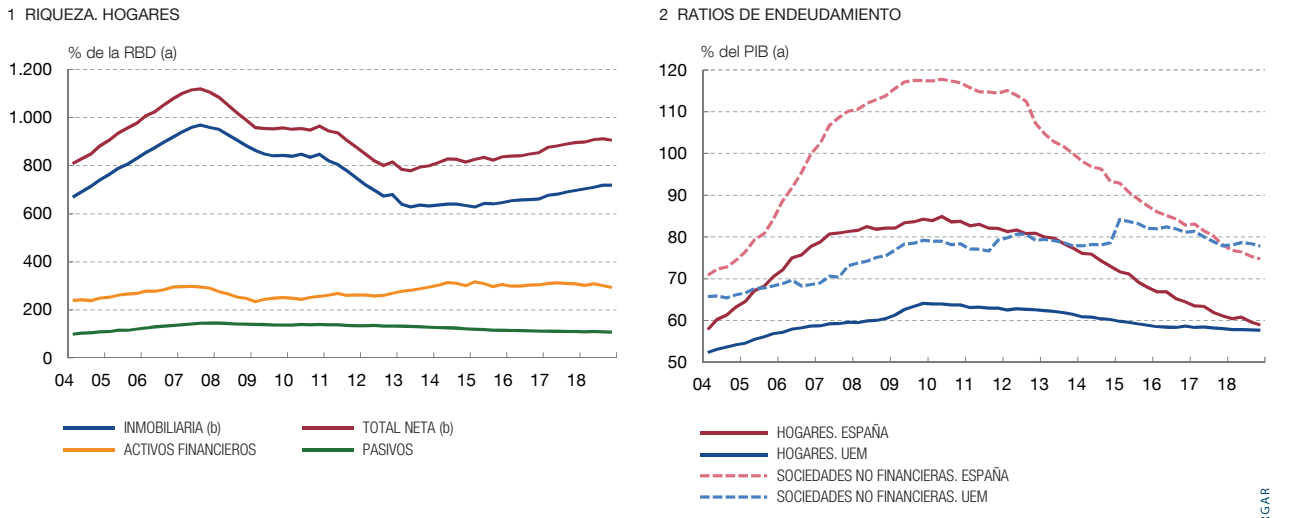
DESCARGAR

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.

Gráfico 1.13

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.



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).

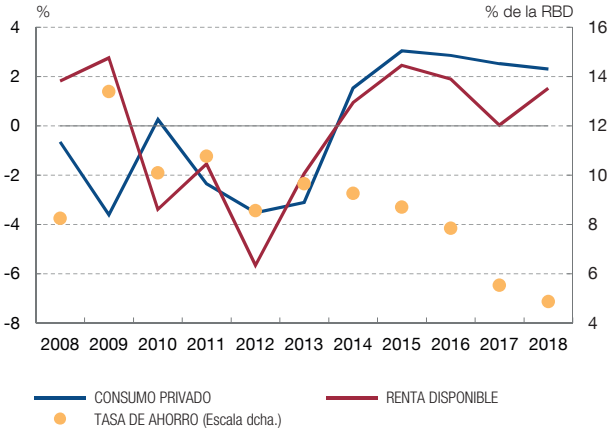
La riqueza neta de los hogares ha seguido elevándose. Esto ha sido consecuencia de la revalorización de los activos inmobiliarios, en un contexto en el que el precio medio de la vivienda aumentó un 6,7 % en 2018. Por el contrario, el valor del componente

Gráfico 1.14

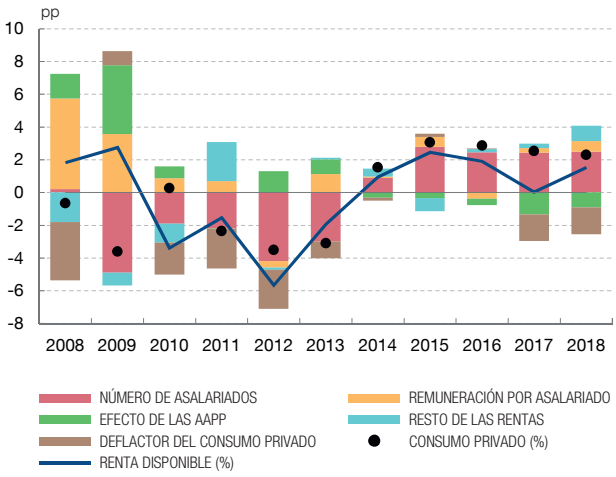
LA FORTALEZA DEL CONSUMO PRIVADO Y LA TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES, EN MÍNIMOS HISTÓRICOS

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



DESCARGAR

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 crisis[20] y, en el caso de los automóviles, también algunos factores transitorios[21].

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 consumidores[22].

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 traduciéndose 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 cumplían 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 apreciable[23]. 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 poblacional[24]. 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).

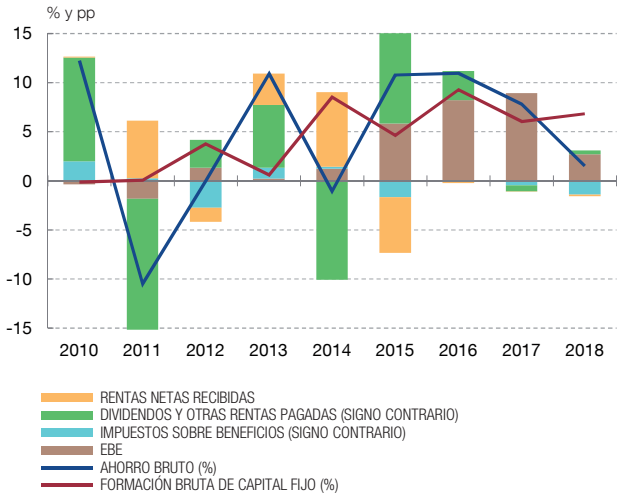
24 Véase Alves y Urtasun (2019).

Gráfico 1.15

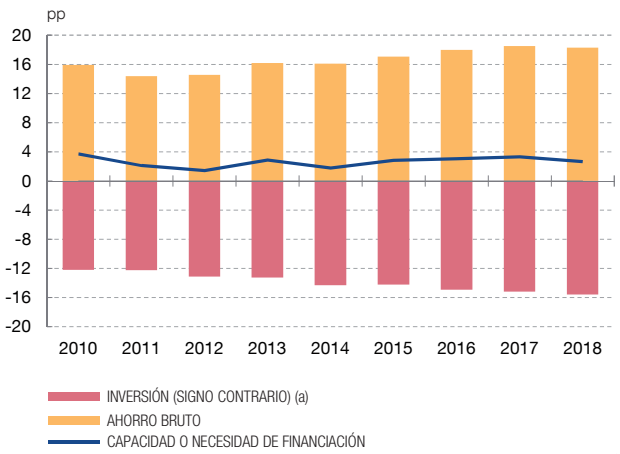
LA INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS SIGUIÓ VIÉNDOSE FAVORECIDA POR LA FORTALEZA DE LA DEMANDA FINAL, POR LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN FAVORABLES Y POR EL SANEAMIENTO EMPRESARIAL

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



DESCARGAR

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Incluye las transferencias de capital netas.

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 mejoras[25].

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 2016[26].

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 fragilidad[27].

En el contexto descrito, la inversión empresarial habría crecido en 2018 un 4,5 % en términos reales[28]. 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.

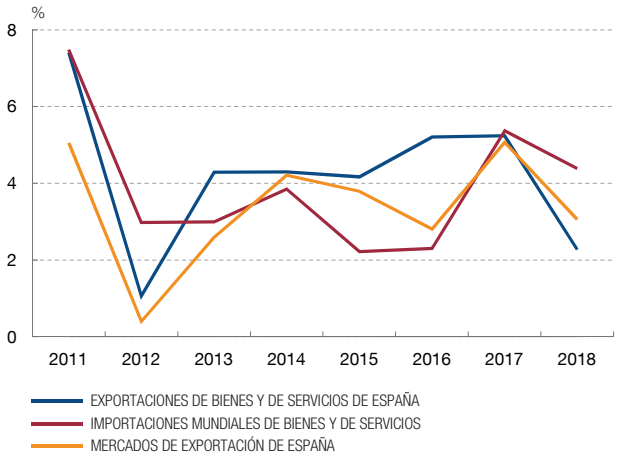
El efecto desfasado de la apreciación observada en 2017 tuvo un impacto negativo significativo sobre las ventas al exterior en 2018. De acuerdo con el Modelo Trimestral del Banco de España, los efectos sobre los flujos comerciales de

Gráfico 1.16

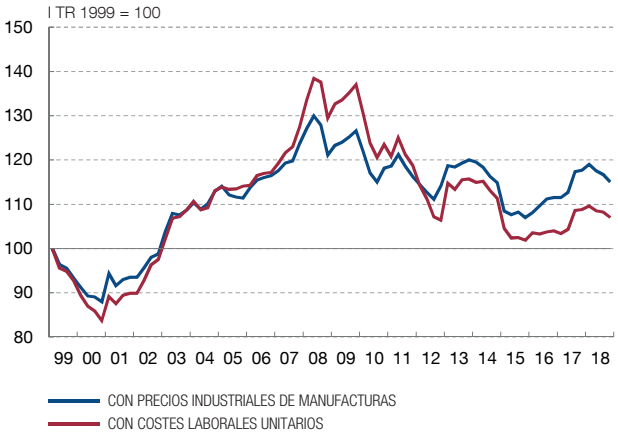
LAS EXPORTACIONES EXPERIMENTARON UNA DESACELERACIÓN SIGNIFICATIVA

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.

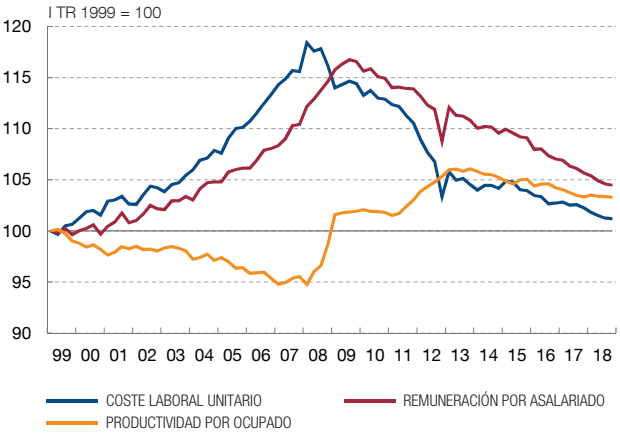
1 EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES
Tasas de variación en términos reales



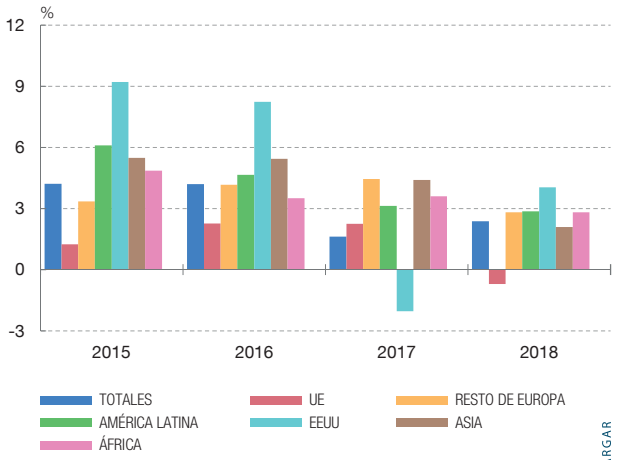
2 TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS SIN EURO



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



4 EMPRESAS EXPORTADORAS REGULARES (a)
Tasas de variación



DESCARGAR

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.

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 empresas[29].

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 mayores[30].

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).

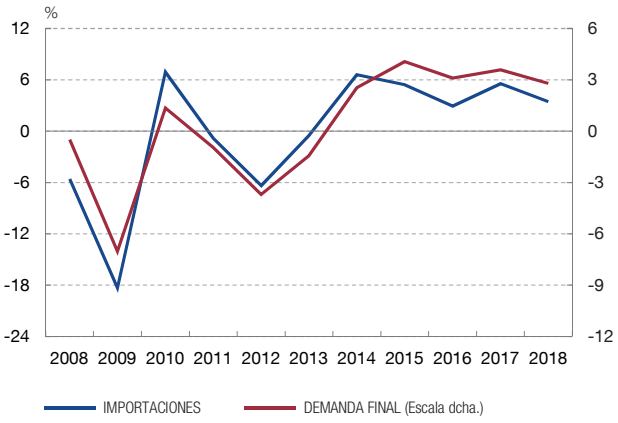
31 Véase Banco de España (2017c).

Gráfico 1.17

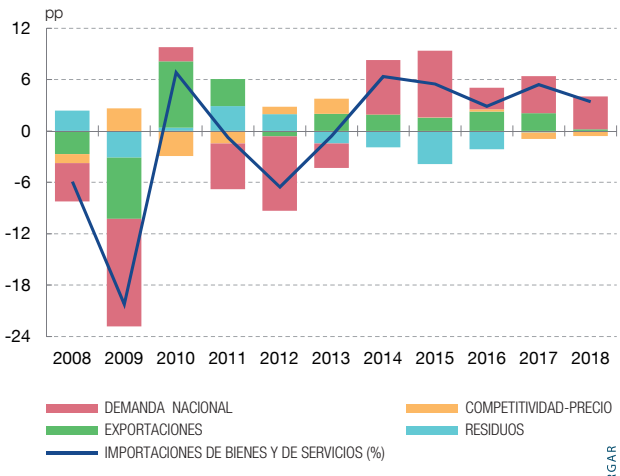
LAS IMPORTACIONES SE RALENTIZAN, COMO CONSECUENCIA, EN PARTE, DEL MENOR IMPULSO DE LA DEMANDA FINAL

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)



DESCARGAR

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 española[32]. 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

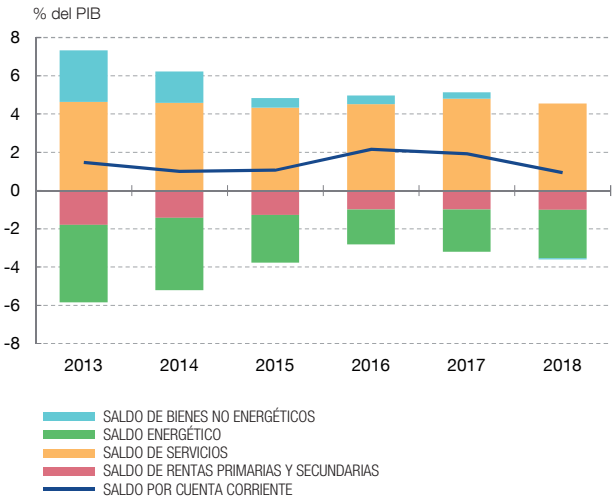
32 Véase Banco de España (2018ñ).

Gráfico 1.18

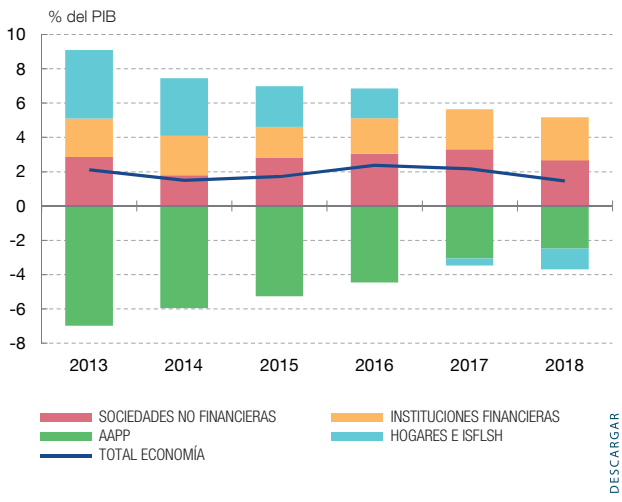
EL SUPERÁVIT EXTERIOR SE MODERA

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



DESCARGAR

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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.

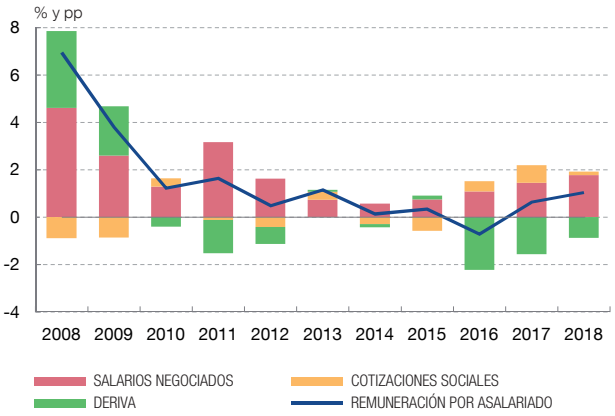
Las perspectivas acerca de la intensidad de corrección del elevado endeudamiento exterior se han tornado algo menos favorables. La reducción de la capacidad de financiación de la economía, unida a los indicios de cierto agotamiento del proceso de ganancia de competitividad observado desde el inicio de 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

Gráfico 1.19

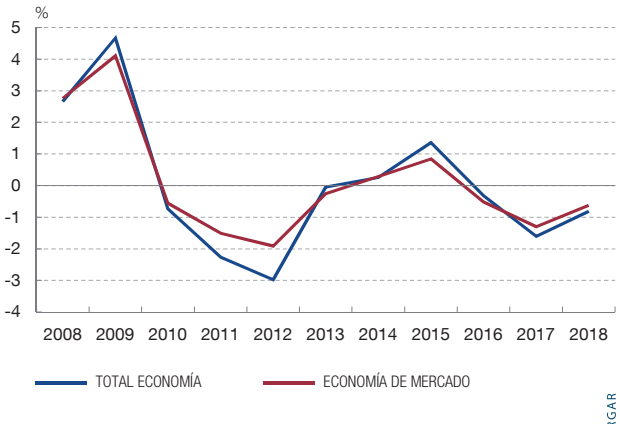
LA REMUNERACIÓN POR ASALARIADO VOLVIÓ A EXPERIMENTAR UN CRECIMIENTO MODESTO

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 existentes[33]. 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 ocasión[34]. 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

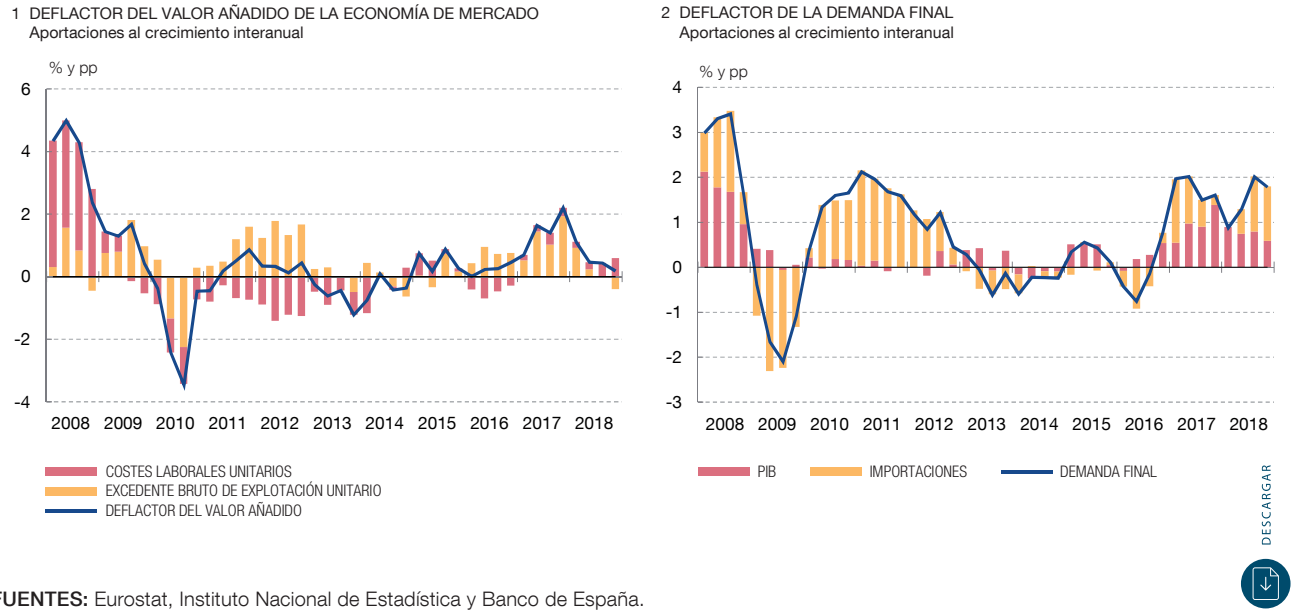
33 Véase Banco de España (2018e).

34 Véase Lacuesta, Izquierdo y Puente (2019).

Gráfico 1.20

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).



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 crisis[35]. 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

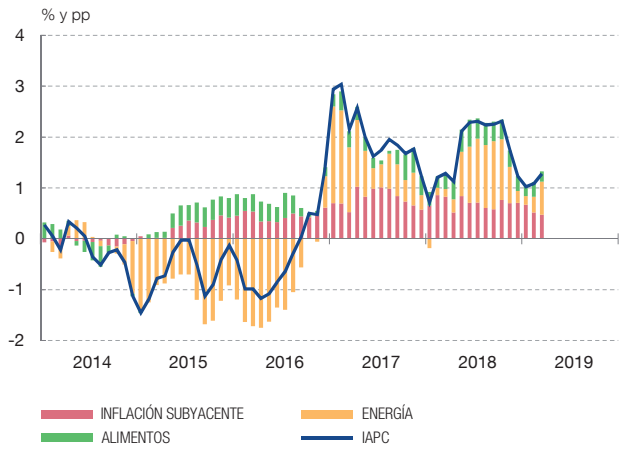
35 Véase Banco de España (2018f).

Gráfico 1.21

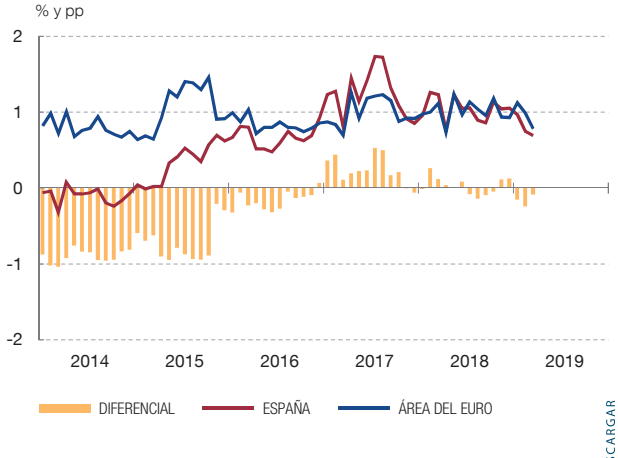
LOS PRECIOS DE CONSUMO EXPERIMENTARON FUERTES OSCILACIONES, MIENTRAS QUE LA INFLACIÓN SUBYACENTE SE HA MANTENIDO EN NIVELES REDUCIDOS

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



DESCARGAR

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 recuperación[36].

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.

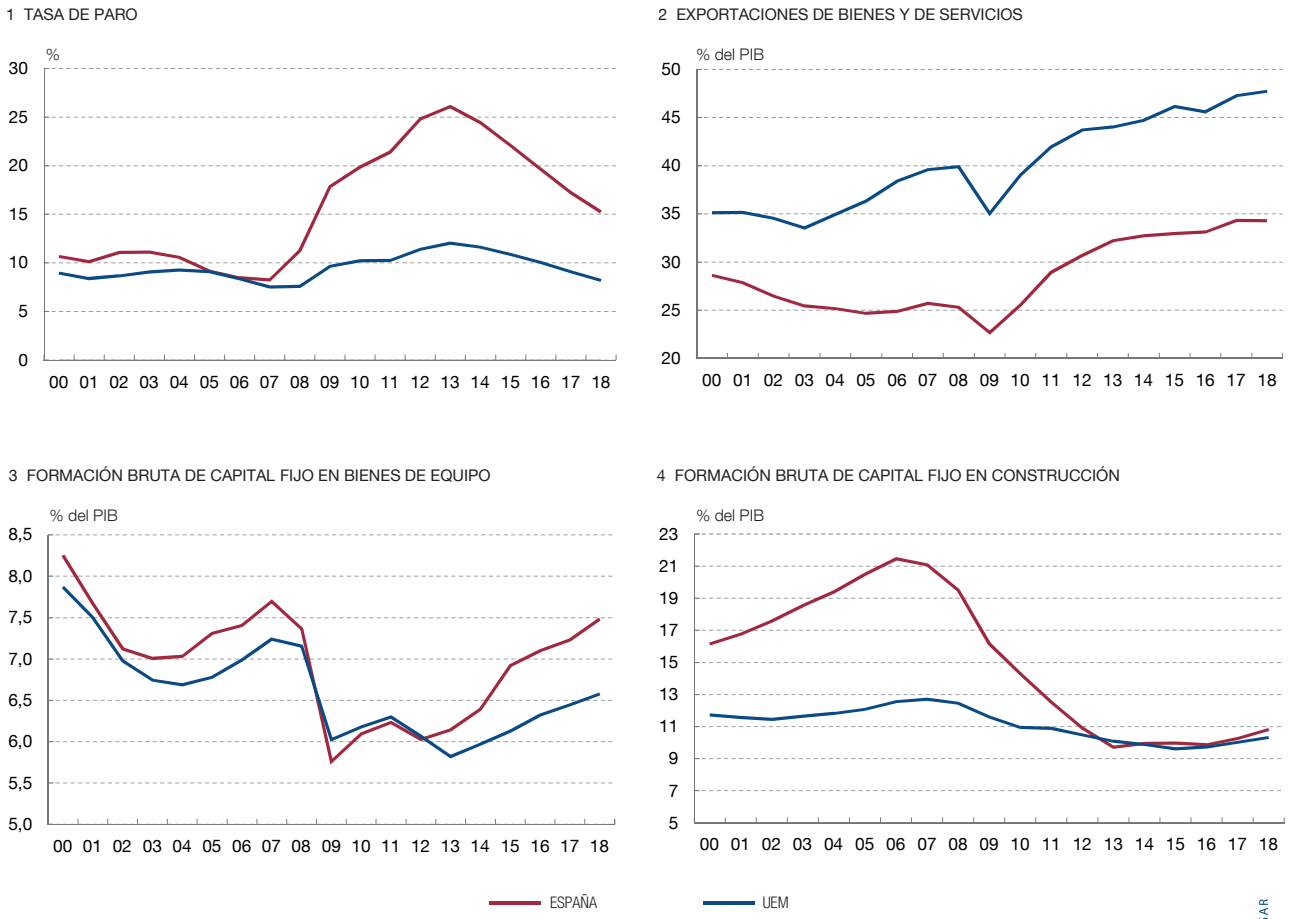
A lo largo de la fase de recuperación se han puesto las bases para un crecimiento más equilibrado, con la consiguiente mejora de la capacidad de resistencia ante posibles perturbaciones futuras. La confluencia de todos los factores mencionados anteriormente facilitó la recuperación de la confianza de 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).

Gráfico 1.22

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.



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 año[37]. No obstante, es posible que el debilitamiento reciente pueda tener un carácter más persistente[38]. 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 traspiés 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 productividad[39]. 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 económicas[40]. 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).

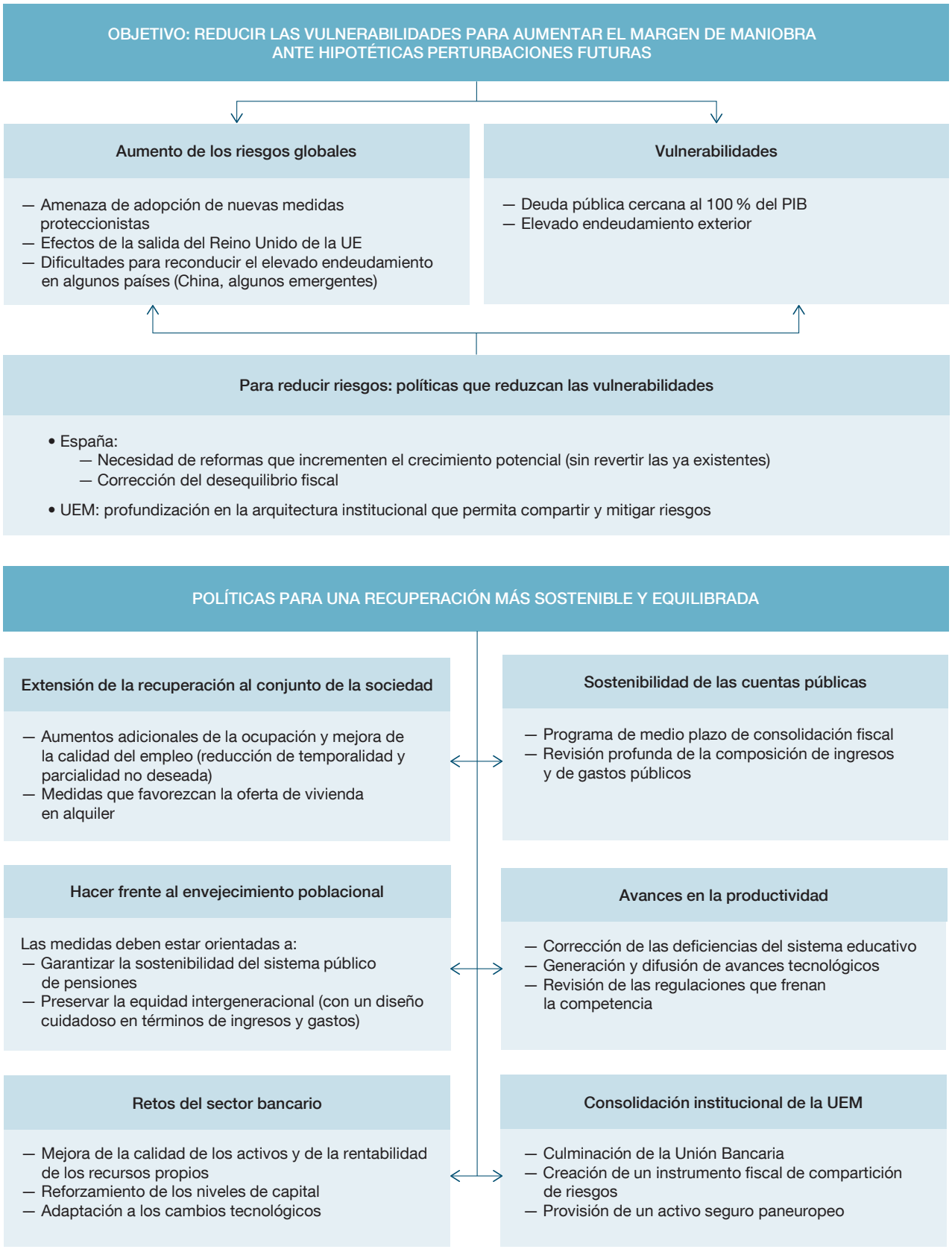
---

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

40 Véase Font, Izquierdo y Puente (2015).

Esquema 1.1

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 temporales[41]. 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).

Gráfico 1.23

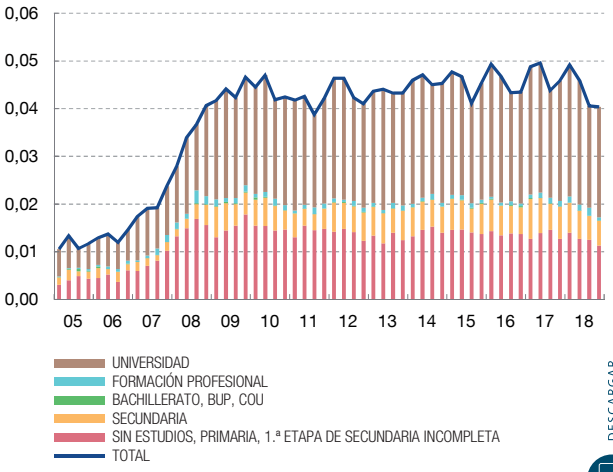
PERSISTEN LAS DEBILIDADES ESTRUCTURALES DEL MERCADO DE TRABAJO

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.

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, dadas 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).

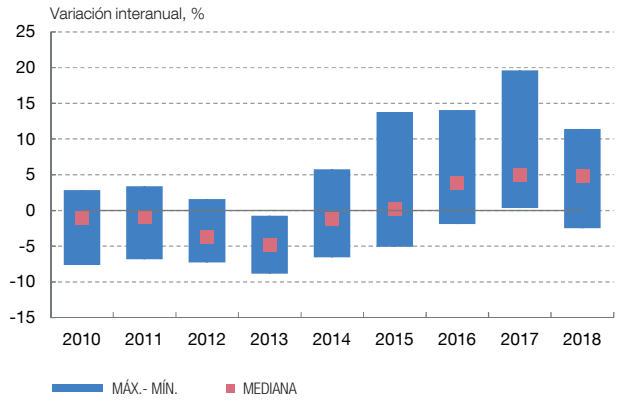
43 Véase Barceló y Villanueva (2018).

Gráfico 1.24

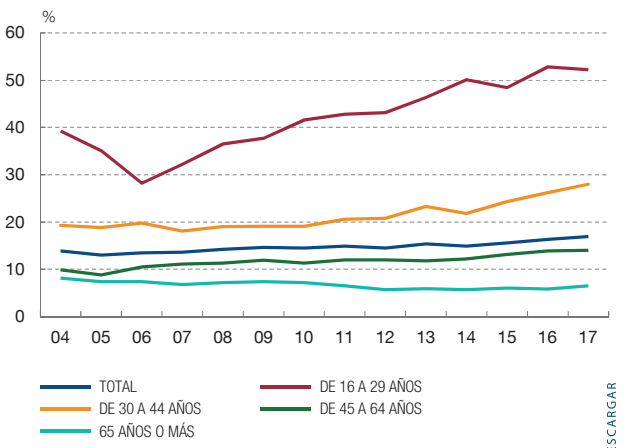
LOS PROBLEMAS LABORALES DE CIERTOS COLECTIVOS SE VEN AGRAVADOS POR LAS DIFICULTADES DE ACCESO A LA VIVIENDA

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



DESCARGAR

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 alquiler[44].

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 estructural[45]. 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 PIB[46].

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 variable[47]. 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.

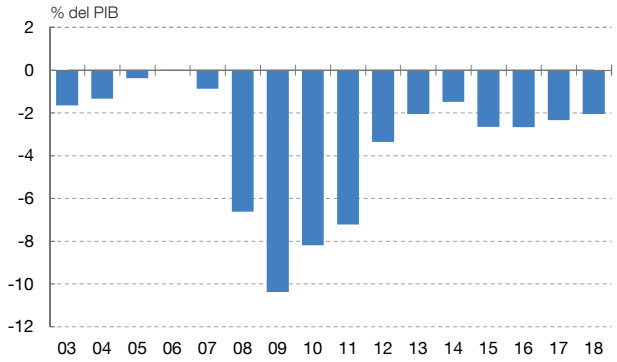
47 Véase P. Hernández de Cos, D. López-Rodríguez y J. J. Pérez (2018). El modelo toma como dados el nivel de deuda pública observado y la estimación de déficit público estructural realizada por la CE para 2018, y asume un crecimiento económico nominal promedio para la próxima década del 3 % y de tipos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

Gráfico 1.25

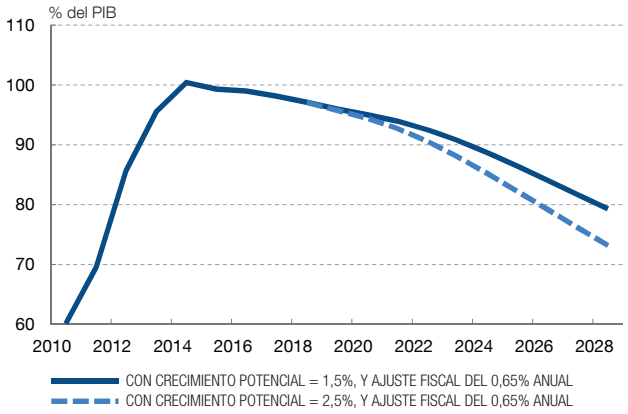
ES URGENTE GARANTIZAR LA SOSTENIBILIDAD DE LAS CUENTAS PÚBLICAS

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.

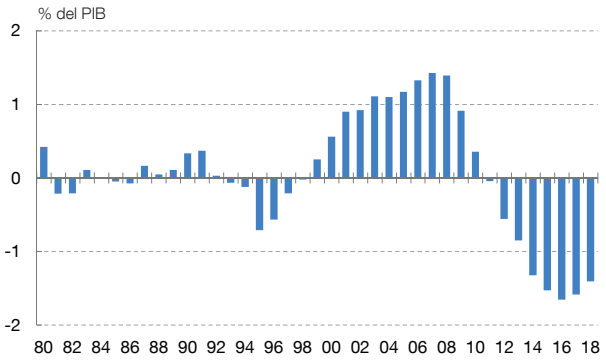
1 SALDO ESTRUCTURAL DE LAS AAPP



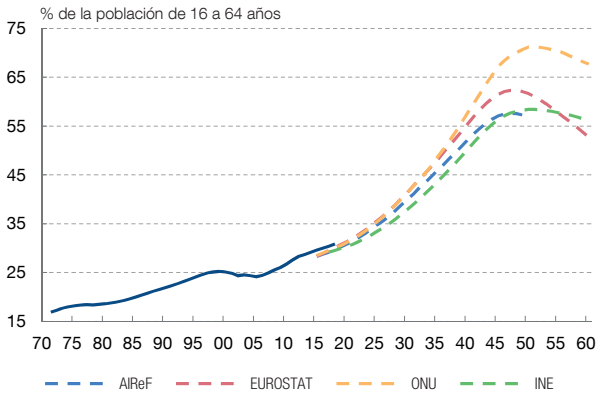
2 SENDAS SIMULADAS DE DEUDA PÚBLICA EN UN ESCENARIO DE CONVERGENCIA AL OBJETIVO DE SALDO ESTRUCTURAL DE MEDIO PLAZO (a)



3 SALDO NO FINANCIERO DEL SISTEMA DE LA SEGURIDAD SOCIAL



4 TASA DE DEPENDENCIA



FUENTES: AIReF, 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).

DESCARGAR

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 prerrequisito 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 dirección[48]. 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 potencial[49]. 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 impositivo[50].

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 fiscal[51].

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 plazo[52]. 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 2050[53]. 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

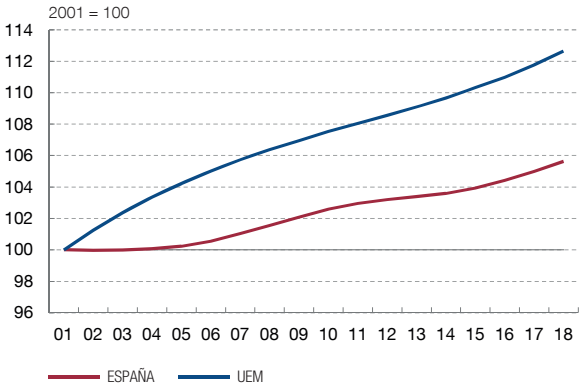
53 Véase Banco de España (2018o).

Gráfico 1.26

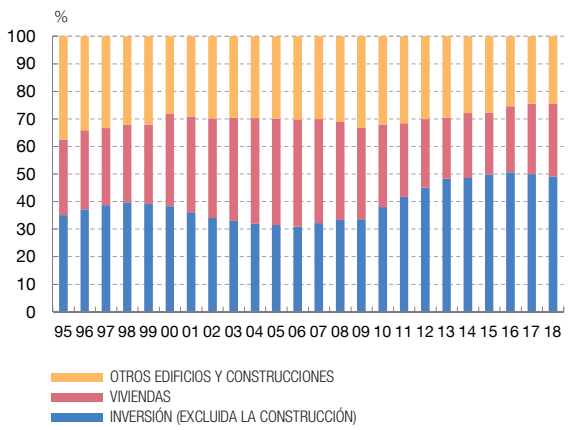
HACIA UNA RECUPERACIÓN MÁS EQUILIBRADA, BASADA EN MEJORAS DE PRODUCTIVIDAD

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



DESCARGAR

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

agregada[54]. 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 española[55].

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 empresas[56]. 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).

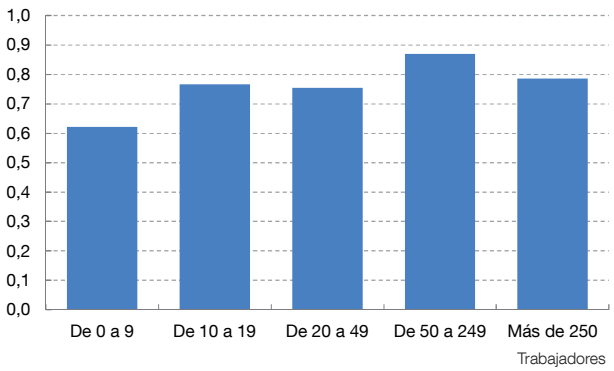
56 Véase Schivardi y Schmitz (2018) para la evidencia en los países del sur de Europa.

Gráfico 1.27

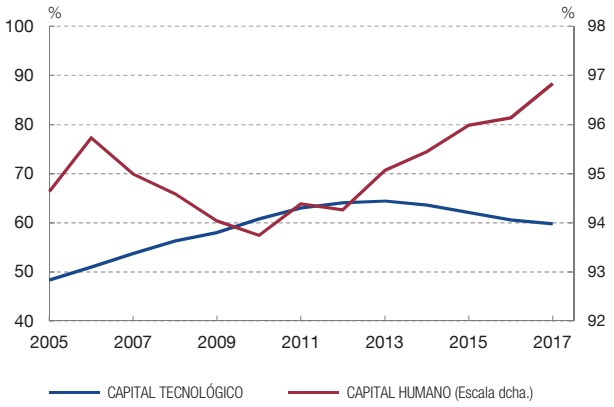
LA PRODUCTIVIDAD MEDIA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS, INCLUSO DE LAS GRANDES, ES REDUCIDA

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)].

DESCARGAR

la excesiva temporalidad tiene efectos negativos sobre las decisiones de inversión en capital humano y tecnológico por parte de los trabajadores y de las empresas[57].

4.2.4 Los retos del sector bancario

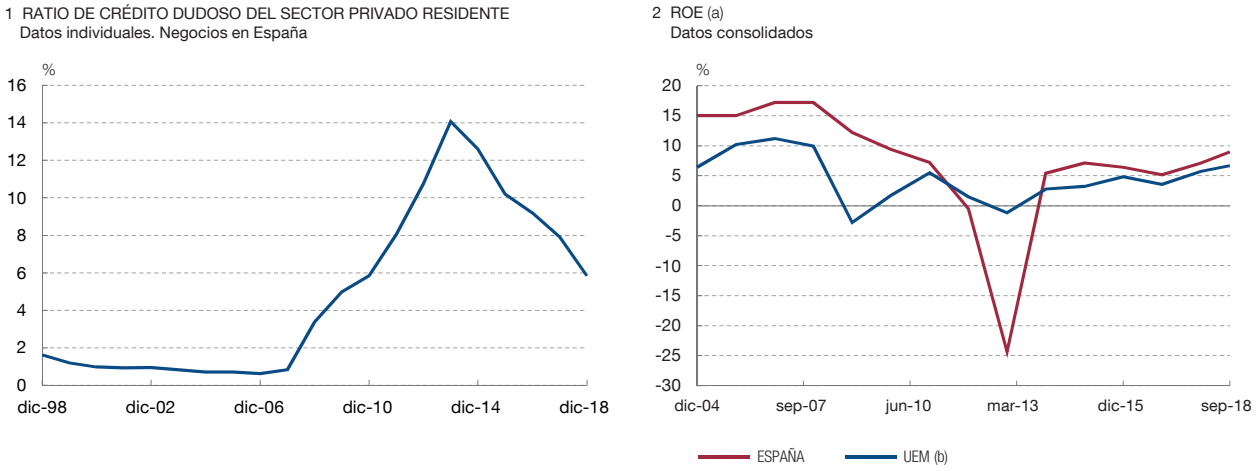
En 2018 continuó el proceso de reforzamiento de la situación financiera del sector bancario español, en términos tanto de la calidad de su cartera como de su rentabilidad, aunque las ratios de capital de primera clase siguen siendo las más bajas del área del euro. La recuperación de la calidad de los 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.

Gráfico 1.28

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.



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.

DESCARGAR

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].

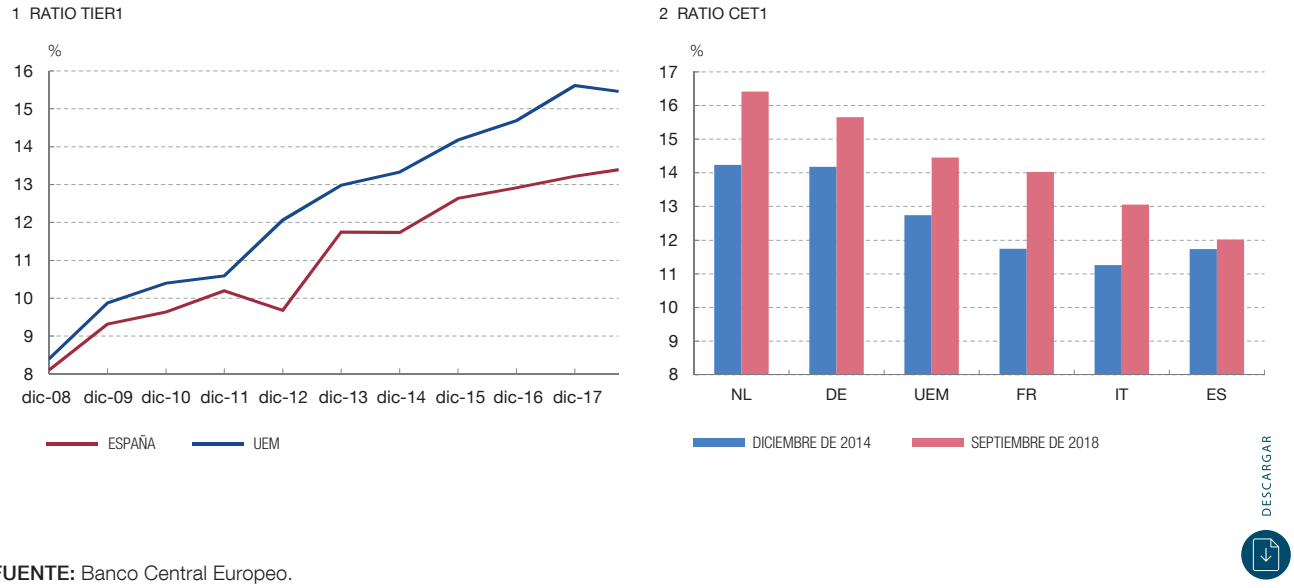
El saneamiento de la situación financiera se ha visto favorecido tanto por la continuación de la fase cíclica expansiva como por las operaciones de transferencia y venta de activos problemáticos llevadas a cabo por el sector. El crecimiento económico y las condiciones monetarias y financieras holgadas 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).

Gráfico 1.29

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.



DESCARGAR

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 (cercano 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 *brexit* 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 sostenible[60]. 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 país[61]. 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 sectoriales[62]. 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 Incertainly», *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 (2018ñ). "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 desapalancamiento 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. Ll. 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.

Recuadro 1.1

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 recrudecimiento de la confrontación arancelaria podría dañar de modo significativo la actividad[1]. 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.

Recuadro 1.1

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 economías[2]. 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 emergentes[3]. Para evaluar la relevancia de cada uno de estos tres canales, se han simulado no solo conjuntamente, sino también de forma individual[4].

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, especiamente 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.

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

	Shock conjunto				Canal comercial 1 pp de caída del potencial y reequilibrio de la demanda final				Canal de materias primas -6,9 % en el precio del petróleo y -7,8 % en el precio de los metales				Canal financiero 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	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 1 pp de caída del potencial y reequilibrio de la demanda final				Canal de materias primas -6,9 % en el precio del petróleo y -7,8 % en el precio de los metales				Canal financiero 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	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 macroeconométrico 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

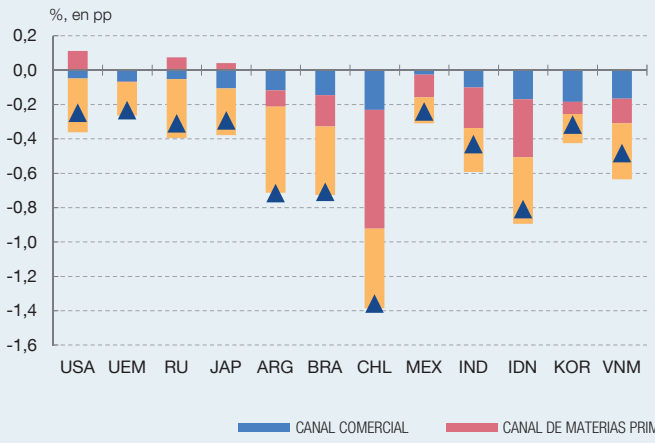
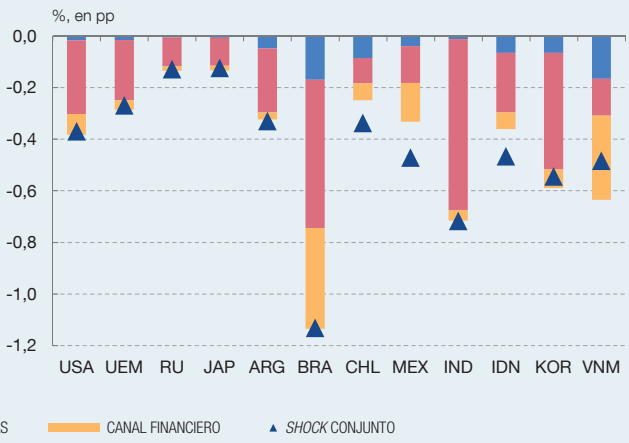


Gráfico 2
IMPACTO EN LA INFLACIÓN ANUAL - PRIMER AÑO



FUENTE: Banco de España.

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.

Recuadro 1.2

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 proyectado[1].

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

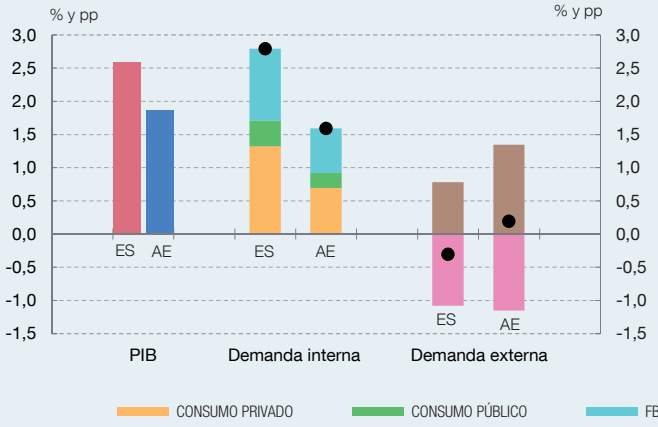


Gráfico 2
ESPAÑA (ES) Y ÁREA DEL EURO (AE):
DIFERENCIAS ENTRE EL PIB Y LOS COMPONENTES DE DEMANDA OBSERVADOS Y SUS PROYECCIONES DE DICIEMBRE DE 2017
Tasas de crecimiento medias anuales y contribuciones

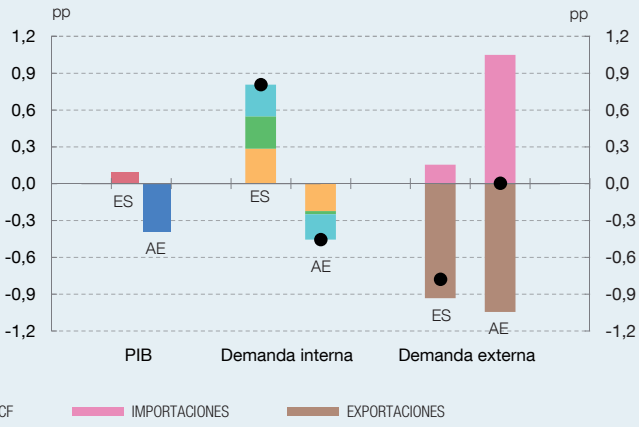


Gráfico 3
ESPAÑA Y ÁREA DEL EURO: EVOLUCIÓN DE DIVERSAS VARIABLES
Tasas de crecimiento y niveles en porcentaje de la renta bruta disponible y del PIB
Tasas de variación interanual en términos reales

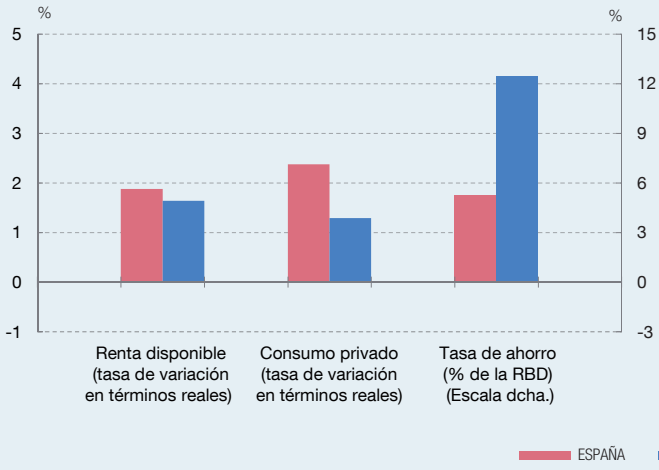
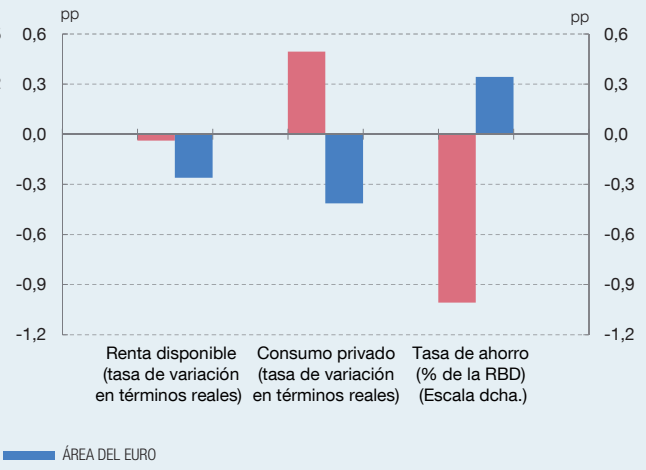


Gráfico 4
ESPAÑA Y ÁREA DEL EURO:
DIFERENCIAS ENTRE LOS VALORES OBSERVADOS Y LOS PROYECTADOS EN DICIEMBRE DE 2017



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*.

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 países[2]. 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.

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 país[3]. 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 décimas[4].

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.

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 consumo[6]. 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 crédito[7] 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.

Recuadro 1.3

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)

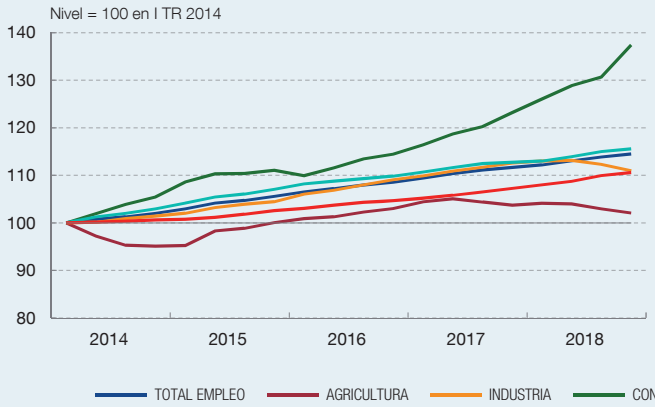
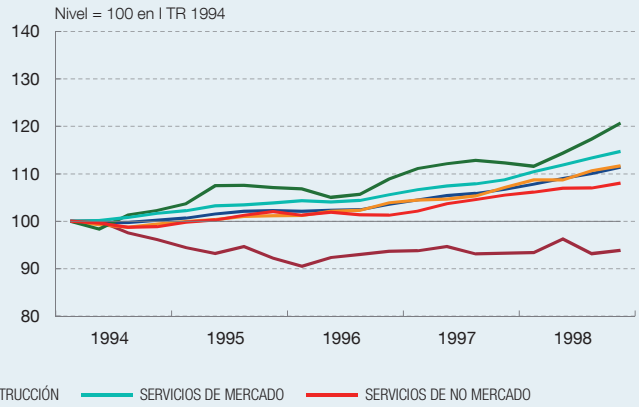


Gráfico 2
NIVEL DE EMPLEO CNTR POR GRANDES RAMAS DESDE EL INICIO DE LA RECUPERACIÓN EN 1993 (a)



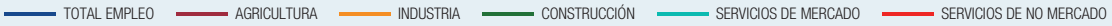


Gráfico 3
CAMBIOS EN LAS CUOTAS DE EMPLEO ENTRE 2014 Y 2018 SEGÚN LAS RAMAS Y EL NIVEL DE PRODUCTIVIDAD (b)

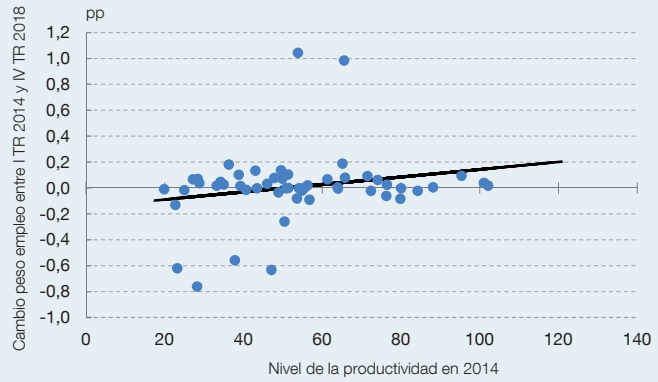


Gráfico 4
TASA DE VARIACIÓN DE LA PRODUCTIVIDAD APARENTE DEL VAB Y EFECTO COMPOSICIÓN (a)

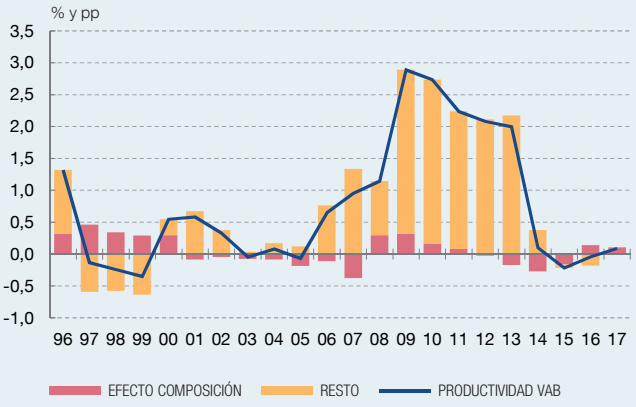


Gráfico 5
VARIACIÓN ANUAL DEL EMPLEO TOTAL DEBIDA A LOS EMPLEOS INDEFINIDOS

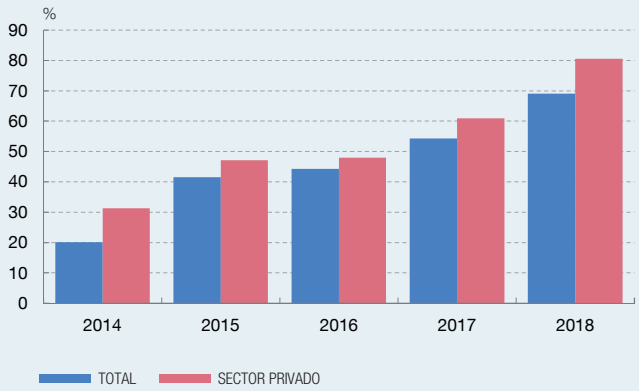
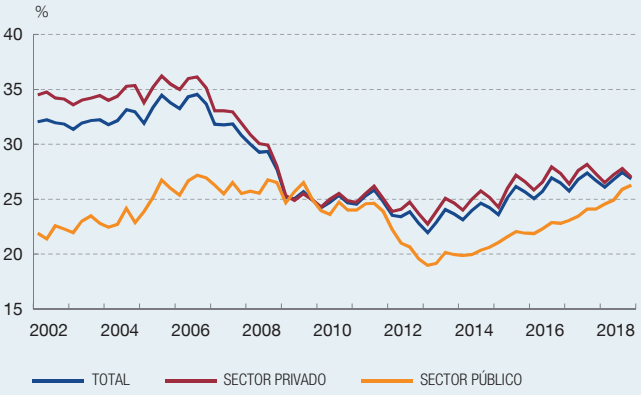


Gráfico 6
RATIO DE TEMPORALIDAD



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.

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.

Recuadro 1.4

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 2014-2017[1]. 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/P10[4] 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 2017[5]. 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 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.

Recuadro 1.4

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)

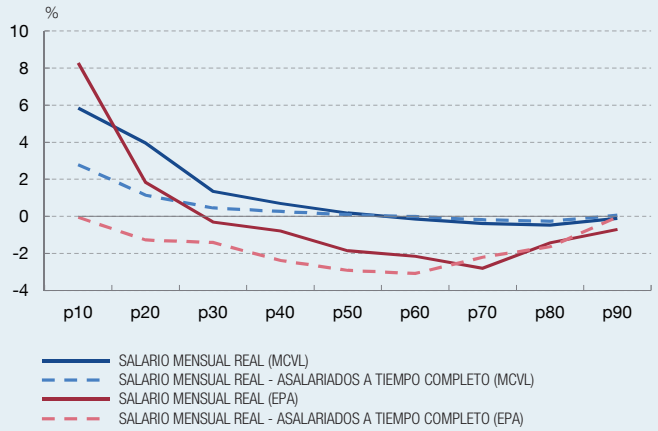


Gráfico 2
CONTRATOS REGISTRADOS (b)

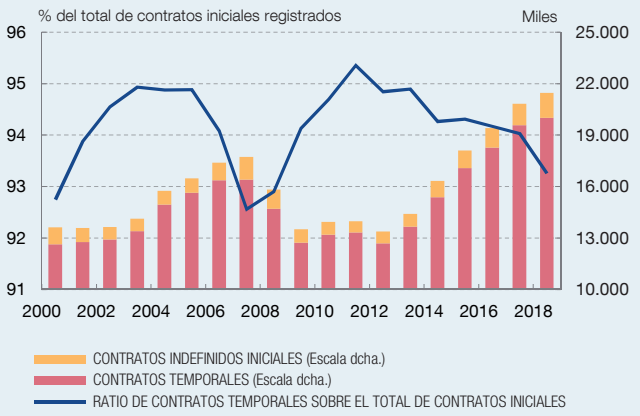


Gráfico 3
RATIO DE PARCIALIDAD Y PARCIALIDAD INVOLUNTARIA

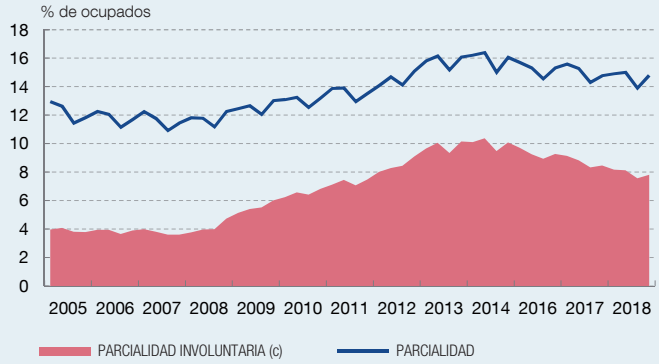


Gráfico 4
ANTIGÜEDAD EN EL PUESTO DE TRABAJO DE LOS TRABAJADORES TEMPORALES (d)

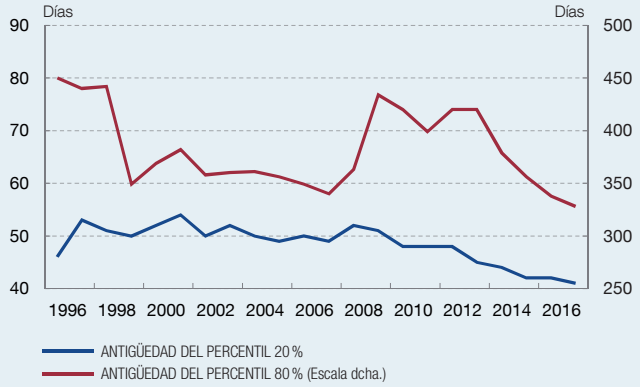


Gráfico 5
TASA DE PARO SEGÚN EL NIVEL DE ESTUDIOS (e)

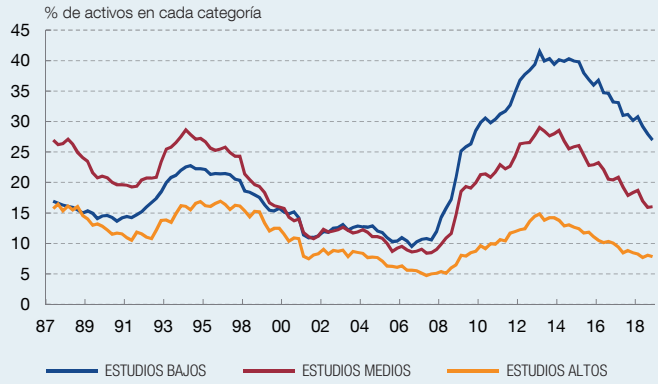
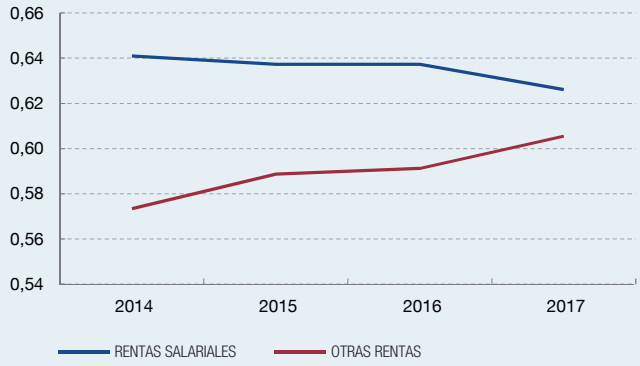


Gráfico 6
ÍNDICE DE GINI DE LA RENTA SALARIAL TOTAL DEL HOGAR Y DE OTRAS RENTAS DEL HOGAR (f)



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.

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.



2

LOS DETERMINANTES DE LA BAJA INFLACIÓN EN LA UEM Y EN ESPAÑA

Resumen

La mayoría de los bancos centrales de las economías avanzadas responden al mandato institucional de mantener la estabilidad de los precios, que se caracteriza por un objetivo de inflación a medio plazo. Existe un consenso generalizado de que el cumplimiento de este mandato contribuye al desarrollo sostenible de las economías.

No obstante, durante la crisis, y en particular en el último sexenio, la tasa de inflación de la UEM se ha situado de manera prolongada por debajo del objetivo del BCE. Esto se puede explicar, en gran medida, por los efectos prolongados de factores transitorios, tanto de carácter cíclico como relacionados con las fluctuaciones a la baja de los precios de la energía. Asimismo, la extensión en el tiempo de esta situación puede haber contribuido a generar una mayor persistencia de esta, a través de su impacto sobre las expectativas de inflación de largo plazo de los agentes económicos. Las actuaciones enérgicas de la política monetaria en la última década habrían contribuido a mitigar las desviaciones a la baja de la inflación con respecto al objetivo del BCE. La duración de la situación de menor dinamismo de los precios, además, podría estar condicionada por varios factores estructurales (envejecimiento poblacional, globalización, nuevas tecnologías...) que estarían incidiendo en el mantenimiento de tasas de inflación más moderadas en las economías avanzadas.

El fenómeno reciente de «baja inflación», por países de la UEM, está principalmente vinculado a la dinámica de países como España, Italia, Irlanda, Portugal o Grecia, mientras que sería menos acusado, de media y en términos históricos, en el resto de los países que formaban la UEM en 1999. Este hecho, además, se produce en paralelo con una reducción generalizada de la variación de los precios en las ramas más estables de la inflación, en particular en los servicios, lo que podría vincularse, en parte, a la mayor incidencia de la apertura exterior de este sector. El menor dinamismo actual del IAPC de los componentes más estables provoca, por su parte, que las fluctuaciones en la tasa de inflación hayan pasado a estar determinadas en mayor medida por la energía, en un contexto en el que se estima que la influencia del tipo de cambio sobre la inflación de la UEM ha aumentado en los últimos años.

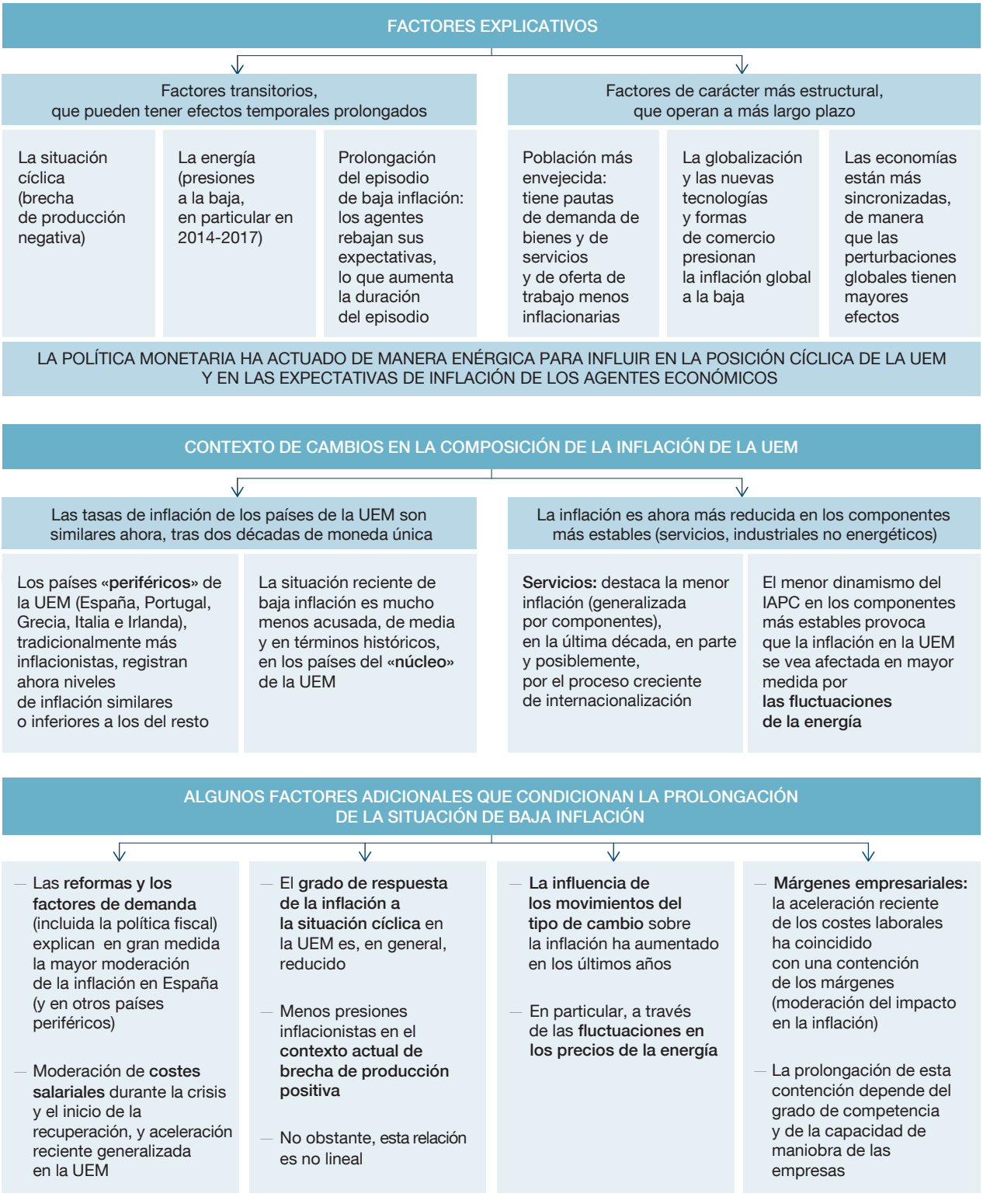
Algunos elementos de análisis adicionales permiten complementar la explicación de la persistencia en el tiempo de esta situación de tasas de inflación más reducidas. Por una parte, varias economías de la UEM introdujeron reformas estructurales y acometieron procesos de ajuste competitivo y fiscal durante la crisis, lo que habría

contribuido a una dinámica de precios más contenida, que habría afectado en mayor medida a los sectores más intensivos en mano de obra, como los servicios. Por otra parte, la reducida sensibilidad cíclica de la inflación en la UEM explica en parte por qué la fase actual de recuperación económica no ha venido acompañada de mayores presiones inflacionistas. Asimismo, el entorno de baja inflación contribuyó a unas menores presiones salariales, cuya aceleración más reciente se ha visto mitigada por la moderación de los márgenes empresariales.

Esquema 2.1

LOS DETERMINANTES DE LA BAJA INFLACIÓN EN LA UEM Y EN ESPAÑA

En el último sexenio, la inflación se ha situado frecuentemente por debajo del objetivo del 2 % que define la estabilidad de precios, en un contexto de inflación más reducida en las últimas décadas.



FUENTE: Banco de España.

1 Introducción: La importancia de la estabilidad de los precios y el objetivo de inflación

La mayoría de los bancos centrales de las economías avanzadas tienen el mandato institucional de mantener la estabilidad de los precios. Esta se define como una situación en la que, en promedio y a medio plazo, los aumentos de los precios de consumo son moderados y estables. Actualmente existe un amplio consenso acerca de que la estabilidad de los precios contribuye a incrementar el bienestar económico y el potencial de crecimiento de la economía[1].

El objetivo de estabilidad de los precios del BCE se establece en términos de incrementos anuales del IAPC[2] de la UEM próximos —pero inferiores— al 2 %, en el medio plazo. El BCE dispone de una estrategia y de un conjunto de instrumentos de política monetaria para llevar a cabo su mandato[3]. Además, sin perjuicio de su principal objetivo, y en consonancia con este, el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) apoya las políticas económicas de la UE y sus objetivos, que incluyen, entre otros, un desarrollo sostenible de esta basado en un crecimiento económico equilibrado y en la estabilidad de los precios, y una economía social de mercado altamente competitiva, tendente al pleno empleo y al progreso social[4].

Desde 2013, la inflación en la UEM se ha situado de manera persistente en valores inferiores al objetivo de medio plazo. En concreto, la inflación del área del euro fue, de media, del 0,9 % entre 2013 y 2018, un registro significativamente inferior a la media de la primera década de la UEM[5], del 2,1 %, valor más alineado con el objetivo de medio plazo. Esta situación reciente de inflación persistentemente inferior al objetivo se ha producido, además, en un contexto de recuperación económica, que se ha debido, en gran medida, al tono extraordinariamente expansivo de la propia política monetaria del BCE[6].

El diagnóstico sobre los determinantes del escenario actual de «baja inflación» resulta crucial para la conducción de la política monetaria. En estos momentos existe un debate muy activo sobre si esta situación refleja, por una parte, la presencia de factores de carácter transitorio o cíclico, que irían revirtiendo paulatinamente, en línea con la mejora de la situación cíclica, o bien, por otra parte, otros elementos, de carácter más estructural, que vendrían operando a más largo plazo y que presionarían

1 Véanse BCE (2011) y https://www.bde.es/bde/es/areas/polimone/politica/Los_beneficios_d/Los_beneficios__33560642abac821.html.

2 Véase Álvarez y Sánchez (2018).

3 Véase BCE (2011).

4 De acuerdo con el Tratado de la Unión Europea.

5 Período 1999-2007.

6 Véase Banco de España (2016).

la tasa de inflación a la baja de manera persistente. En este capítulo se repasan los principales argumentos de este debate y se aporta evidencia empírica para la UEM en su conjunto —y para la economía española en particular— sobre los determinantes de la inflación en el período más reciente, con el objetivo de identificar los principales riesgos para la estabilidad de los precios en el medio plazo.

En concreto, en el apartado siguiente se caracteriza la situación más reciente de baja inflación y se muestra que se puede explicar, en gran medida, por el efecto prolongado de factores transitorios (cíclicos, energéticos...), y que la extensión en el tiempo de esta situación puede haber contribuido a una mayor persistencia, a través de su impacto sobre las percepciones de los agentes. Asimismo, se revisan un conjunto de factores de más largo plazo (estructurales), que podrían estar presionando a la baja las tasas de inflación, a escala global. Por su parte, en el apartado 3 se muestra que el fenómeno de «baja inflación», por países de la UEM, está principalmente vinculado a la dinámica de la inflación en los llamados «periféricos», mientras que sería menos acusado, de media, en los países del «núcleo», un hecho que además se produce en paralelo con una reducción generalizada de la variación de los precios en las ramas más estables de la inflación, en particular en los servicios. Finalmente, en el apartado 4 se estudian algunos elementos que condicionan esta dinámica reciente de la inflación, lo que proporciona elementos explicativos y de análisis, mientras que, en el último apartado, se aporta una reflexión sobre las perspectivas actuales de la inflación, a la luz, en parte, de la discusión del capítulo.

2 La evolución reciente de la inflación y las expectativas de inflación

2.1 La inflación se encuentra en la actualidad en niveles históricamente reducidos

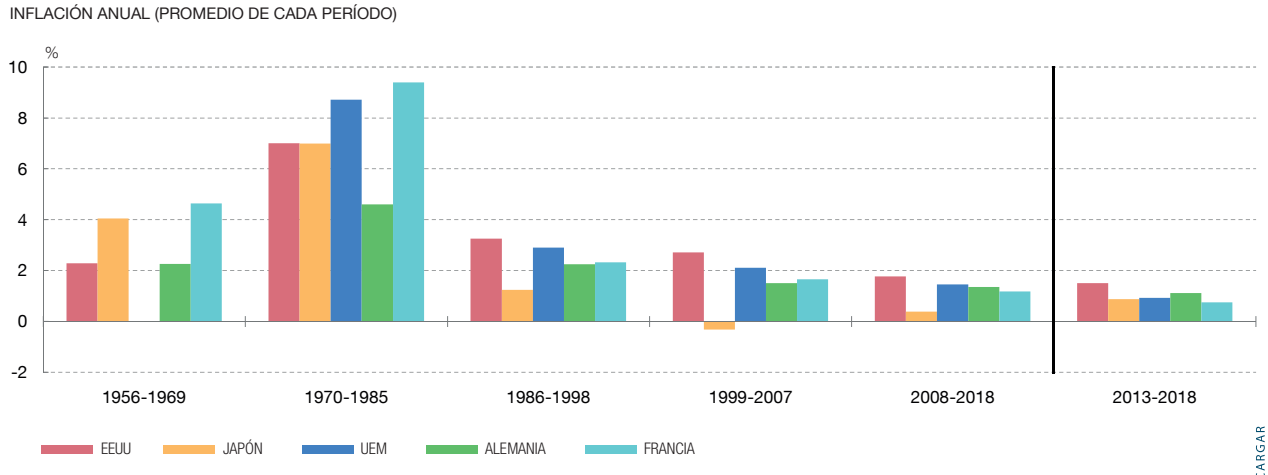
Las tasas de inflación se han reducido significativamente en las últimas décadas en las principales economías avanzadas[7]. Tras el marcado dinamismo de los precios en los años setenta y principios de los ochenta, asociado, en gran medida, a las crisis del petróleo, la inflación se ha reducido en las principales economías de la UEM de manera continuada, así como en otros países avanzados, para situarse en la última década en los valores mínimos de los últimos 50 años (véase gráfico 2.1). En el caso concreto del área del euro, este proceso ha venido acompañado de la adopción de un régimen de política monetaria orientado a la estabilidad de los precios.

7 Para una perspectiva general, véanse, entre otros, Cogley, Morozov y Sargent (2005) o Stock y Watson (2007).

Gráfico 2.1

EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN EL LARGO PLAZO

Las tasas de inflación se han reducido significativamente en las últimas décadas en las principales economías avanzadas.



DESCARGAR

FUENTES: Indicadores económicos de la OCDE, Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Desde la puesta en marcha de la moneda única, la inflación se ha situado en el entorno del objetivo del BCE, aunque ha mostrado desviaciones persistentes a la baja en el período más reciente. En concreto, entre 1999 y 2007, la tasa de avance promedio del IAPC general de la UEM fue del 2,1 %, o del 1,8 % si se excluye el componente energético (véase gráfico 2.2.1). En ese período, la inflación subyacente, esto es, la asociada a los componentes más estables del IAPC (servicios y bienes industriales no energéticos), se situó en el 1,7 %[8]. Si se toma el período completo (1999-2018), no obstante, los valores son inferiores: del 1,7 % y del 1,4 %, para el IAPC general y para el subyacente, debido, principalmente, a la moderación sustancial en el último sexenio (el 0,9 % y el 1 %, respectivamente)[9].

Las expectativas de inflación a largo plazo de los agentes se han situado, desde el establecimiento de la UEM, de media, en niveles compatibles con el objetivo del BCE, aunque también presentan una cierta flexión a la baja desde 2013. Una medida habitualmente utilizada de expectativas son las compensaciones de inflación a largo plazo obtenidas a partir de los precios de los *swaps* de inflación[10] (véase gráfico 2.2.1).

8 IAPC, excluidos los componentes energéticos y de bienes alimenticios.

9 Álvarez, Gadea y Gómez Loscos (2019a) caracterizan el período 2013-2017 como de «baja inflación» para el área del euro, en su estudio con datos de series temporales para un conjunto amplio de países avanzados.

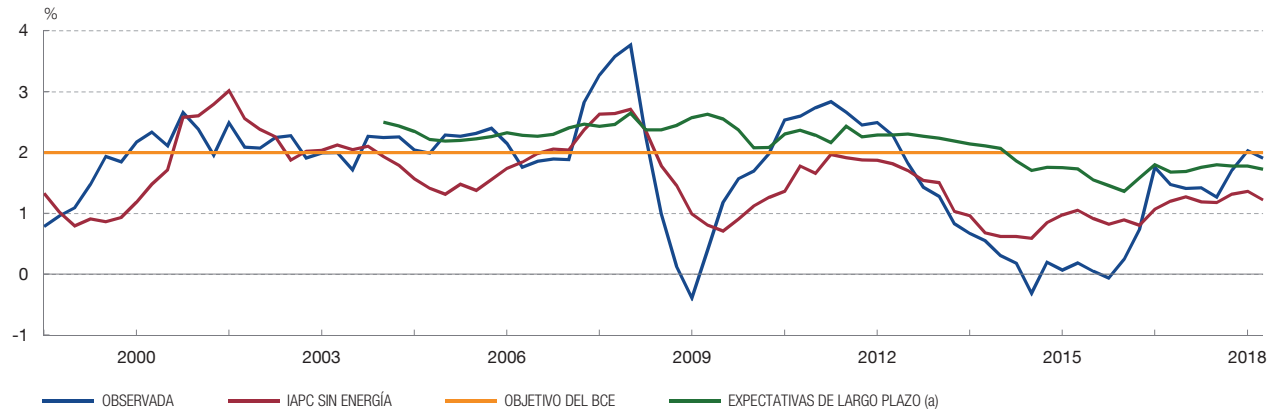
10 Tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años. Representa el valor medio de la compensación por cubrir el riesgo de inflación con *swaps* sobre un horizonte dado. Se trata de una tasa de inflación implícita con un vencimiento constante, estimada a partir de las curvas de precios de los *swaps* a distintos plazos en la zona del euro. Véase Gimeno y Ortega (2018).

Gráfico 2.2

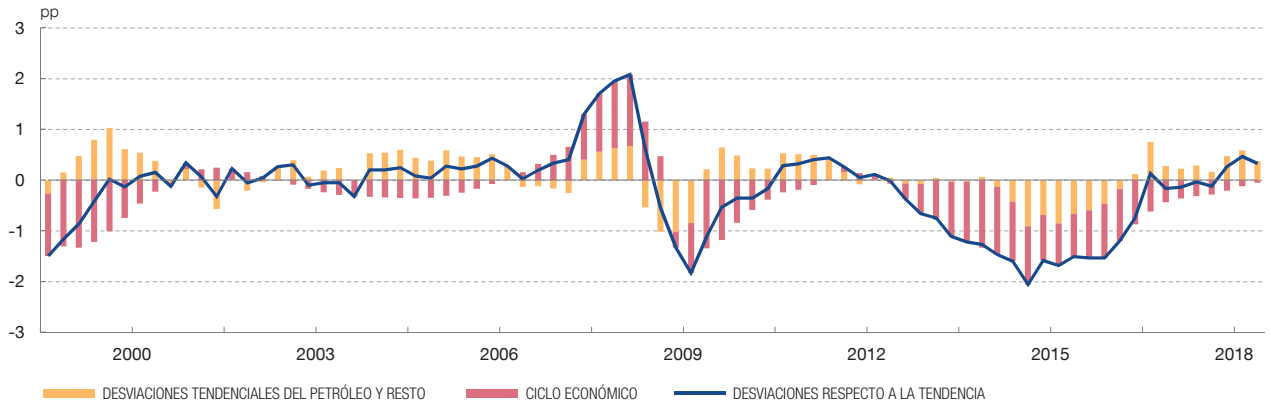
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN LA UEM

La credibilidad del régimen de política monetaria condiciona el proceso de formación de expectativas de inflación de los agentes. No obstante, las desviaciones de la inflación con respecto a su valor a largo plazo pueden ser persistentes.

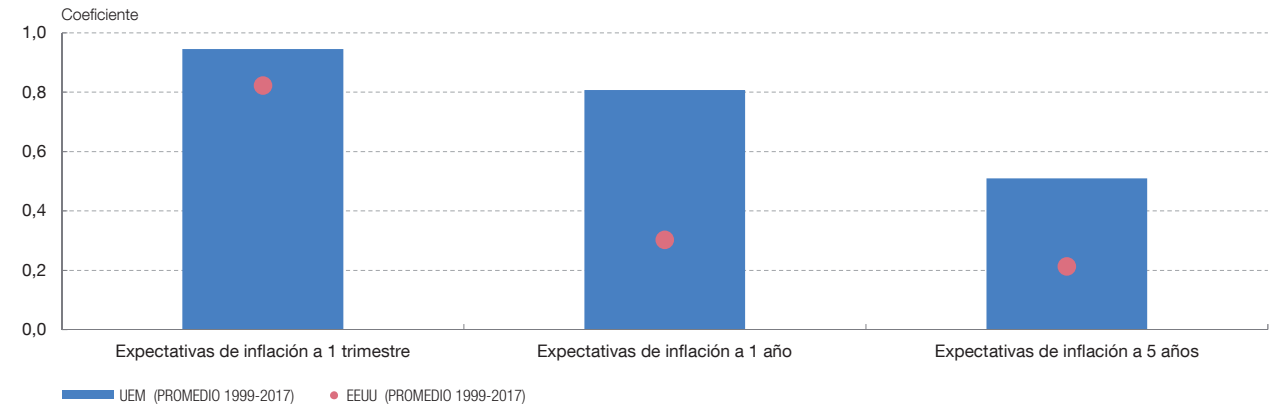
1 INFLACIÓN Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



2 DESVIACIONES RESPECTO A LA TENDENCIA (b)



3 SENSIBILIDAD DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A LA INFLACIÓN RECIENTE (c)



FUENTES: Eurostat y Area Wide Model Database.

a Basado en Gimeno y Ortega (2018). Compensaciones por inflación en los *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años.
b Desviaciones de la tasa de inflación con respecto a una senda tendencial estimada que aproxima las expectativas de inflación a largo plazo de los agentes. Basado en Leiva-León, Pérez, Pérez-Quirós y Urtasun (2019). Se trata de un modelo que incorpora un conjunto de relaciones económicas básicas (descomposición ciclo-tendencia del crecimiento, curva de Phillips, ley de Okun), que se estiman conjuntamente, modelizándose explícitamente un conjunto de inestabilidades paramétricas y controlando por cambios temporales en la volatilidad del producto y de la inflación (volatilidad estocástica).
c Cálculos realizados con el modelo de Aguilar y Vázquez (2018).

DESCARGAR

Desde la creación de la Unión Monetaria, este indicador se situó ligeramente por encima del 2 % de la inflación esperada, lo que podría reflejar la confianza de los agentes en que, incluso con períodos de desviación a la baja pronunciados con respecto al objetivo, la inflación revertiría, en el medio plazo, a valores compatibles con este. En el período 2013-2018, las expectativas de inflación a largo plazo, medidas por este indicador, se han situado de manera persistente en niveles inferiores al 2 % (el 1,8 % de media) y en un mínimo del 1,4 % en el tercer trimestre de 2016.

La credibilidad del régimen de política monetaria condiciona el proceso de formación de expectativas de inflación de los agentes[11]. Si las expectativas están bien ancladas en torno al objetivo de inflación de medio plazo, las perturbaciones macroeconómicas temporales tenderán a mostrar un efecto menos duradero sobre la inflación y, en general, requerirán una respuesta menos enérgica de la autoridad monetaria. Los modelos monetarios muestran, en conjunto, que, en los regímenes en los que los objetivos de inflación están claramente definidos, la inflación debería ser, de hecho, una variable fundamentalmente prospectiva *(forward-looking)*[12]. Esto no es incompatible, en cualquier caso, con el hecho de que la inflación corriente se desvíe del objetivo de medio plazo —en particular, por el efecto de factores de carácter transitorio—.

2.2 El ciclo económico y la energía explican las recientes desviaciones a la baja de la inflación con respecto a sus valores de referencia de largo plazo

En el último sexenio, las condiciones cíclicas y el impacto bajista de las fluctuaciones de corto plazo del petróleo han dado lugar a un período prolongado de tasas de inflación recurrentemente inferiores al objetivo de medio plazo. Esto se ilustra en el gráfico 2.2.2, en el que se presentan las desviaciones de la inflación de la UEM con respecto a una senda tendencial estimada, que aproxima las expectativas de largo plazo de los agentes[13]. Estas desviaciones, de carácter transitorio, reflejan dos elementos. Por una parte, el efecto que las fluctuaciones en

11 Véanse Bems, Caselli, Grigoli, Gruss y Lian (2018) y Mishkin (2007).

12 Véase Benati (2008). Coibion y Gorodnichenko (2015) argumentan que recientemente, y en particular desde la Gran Recesión, el componente de expectativas de largo plazo es el fundamental para explicar la dinámica de la inflación.

13 Véase Correa-López, Pacce y Schlepper (2019) para una discusión detallada sobre el vínculo entre medidas de inflación tendencial y expectativas de inflación a largo plazo. La descomposición del gráfico se basa en la estrategia de modelización de Leiva-León, Pérez, Pérez-Quirós y Urtasun (2019), que incorpora un conjunto de relaciones económicas básicas (descomposición endógena ciclo-tendencia del crecimiento, curva de Phillips con precios exteriores y ley de Okun), que se estiman conjuntamente, modelizándose explícitamente un conjunto de inestabilidades paramétricas y controlando por cambios temporales en la volatilidad del producto y de la inflación (volatilidad estocástica). El modelo incluye las tres variables habituales sugeridas por los modelos neokeynesianos de economía abierta, esto es, las expectativas de inflación (aproximadas por una medida de inflación tendencial), la posición cíclica y los precios exteriores.

la actividad económica tienen sobre la inflación, de manera que en la fase expansiva del ciclo económico se producirían presiones inflacionistas, cuando el uso de la capacidad productiva fuera elevado, mientras que, en la fase recesiva, la existencia de recursos ociosos y la falta de demanda presionarían los precios a la baja. Por otra parte, este componente transitorio vendría afectado por las oscilaciones de corto plazo de los precios de las materias primas (principalmente, el petróleo).

Por tanto, las desviaciones de la inflación con respecto a su valor de largo plazo pueden tener un carácter persistente y prolongarse en el tiempo. El efecto de la segunda recesión en el área del euro, en particular en 2012-2013, y la persistencia de una brecha de producción negativa en todo el período, junto con el efecto bajista de los precios de la energía (sobre todo, entre la segunda mitad de 2014 y 2016), contribuyeron a mantener la tasa de inflación de la UEM por debajo de su valor tendencial durante la mayor parte del período 2013-2018[14].

2.3 Las desviaciones transitorias, pero persistentes, de la inflación con respecto al objetivo pueden acabar afectando a las expectativas de largo plazo

Una situación de inflación baja prolongada en el tiempo puede llevar a que las expectativas de largo plazo acaben reflejando las fluctuaciones de la inflación corriente. De producirse esto, una inflación persistentemente reducida podría inducir una revisión a la baja de las expectativas de los agentes, retroalimentándose mutuamente las expectativas de inflación reducida con un avance moderado de los precios en el corto plazo y aumentando de este modo la duración del episodio de baja inflación. Esta dinámica produciría un desalineamiento o «desanclaje» transitorio de las expectativas de los agentes con respecto a la tasa objetivo de medio plazo[15].

La operativa de este desanclaje transitorio de las expectativas de inflación se puede ilustrar en el marco de un modelo en el que los agentes forman sus expectativas de acuerdo con elementos tanto prospectivos como retrospectivos. La estimación de un modelo de equilibrio general de estas características[16] para la UEM muestra que, de hecho, el peso que asignan los agentes a la inflación pasada puede ser superior al que dedican a los elementos prospectivos. Así, tras una perturbación negativa que reduzca sustancialmente y de manera

14 En el mismo sentido, véase Ciccarelli y Obstat (2017), entre otros, para el período que abarca hasta 2016.

15 Existe un amplio conjunto de estudios que inciden en la idea de la persistencia elevada como explicación principal del fenómeno reciente, global, del mantenimiento de tasas de inflación más reducidas que los objetivos de los bancos centrales durante períodos prolongados [véanse, entre otros, Ciccarelli y Obstat (2017) y las referencias que citan]. Desde un punto de vista más general, véanse Orphanides y Williams (2005), Williams (2006), Angeloni, Aucremanne y Ciccarelli (2006) o Altissimo, Bilke, Levin, Matha y Mojon (2006).

16 Véase Aguilar y Vázquez (2018).

persistente la inflación, el proceso de vuelta hacia el objetivo sería más lento en aquellos períodos en los que los elementos retrospectivos de las expectativas tengan mayor relevancia. A más largo plazo, no obstante, los factores prospectivos pasarían a desempeñar un mayor protagonismo, de acuerdo con el modelo. En efecto, según las estimaciones de este para la UEM, que se presentan en el gráfico 2.2.3, el peso que asignan los agentes a la inflación pasada se reduce en algo más de un 40 % cuando las expectativas de inflación se formulan a cinco años, frente al caso en el que se realizan un trimestre hacia adelante. En cualquier caso, a largo plazo y en ausencia de nuevas perturbaciones, de acuerdo con este modelo, se alcanzaría un nivel de inflación similar al anterior a la perturbación.

La velocidad a la que se corrige el desalineamiento transitorio de las expectativas de los agentes con respecto al objetivo depende de la estructura de la economía. En este modelo, la estructura de la economía condiciona el peso de la inflación pasada en el proceso de formación de expectativas. Este peso es más alto cuanto mayor es el grado de inercia de los salarios y cuanto más elevadas son las rigideces en los procesos de fijación de los precios[17], factores que llevan a que las fases de baja inflación, en particular, sean más persistentes. La comparativa entre la UEM y Estados Unidos muestra que en esta última economía, que presenta una menor inercia salarial y una mayor flexibilidad en los precios, las expectativas de inflación descansan en mayor medida en la inflación tendencial que en la inflación reciente (véase gráfico 2.2.3).

La política monetaria puede afectar a las expectativas de inflación de largo plazo. En el caso de la UEM, la política monetaria ha actuado para tratar de mantener las expectativas de inflación de largo plazo en línea con la referencia de medio plazo del 2 %. En el período más reciente, en una situación de tipo de interés natural negativo, como se analiza en el capítulo 3 de este Informe, el BCE ha recurrido intensamente a medidas de política monetaria no convencional para proporcionar los estímulos expansivos necesarios, con el fin de elevar la inflación observada hacia el objetivo[18] (véase recuadro 2.1).

2.4 Varios factores estructurales presionan las tasas de inflación a la baja a escala global

La reflexión realizada en el apartado anterior, además, hay que enmarcarla en un contexto en el que varios factores estructurales podrían estar presionando a la

17 De acuerdo con algunos trabajos recientes, los cambios en la estructura sectorial de la economía (en particular, el mayor peso del sector servicios) podrían llevar asociada una mayor persistencia de la inflación, debido a la superior inercia relativa en el proceso de fijación de precios del sector servicios [véanse Bils y Klenow (2004) y Galesi y Rachedi (2019)]. La duración media de los precios en el sector manufacturero es de tres meses, mientras que la duración media de los precios en el sector servicios es de diez meses.

18 Véase Banco de España (2016).

baja la inflación en las economías avanzadas. Entre estos elementos, la literatura económica resalta, en particular, la dinámica económica y el cambio estructural inducidos por el envejecimiento poblacional (véase también el capítulo 4 de este Informe), el proceso de globalización (con una mayor apertura comercial y exposición a la competencia internacional) o el impacto de las nuevas tecnologías (digitalización y nuevas formas de comercio). Los canales —directos e indirectos— a través de los que estos elementos afectan a la inflación se plantean en el recuadro 2.2.

Además, las tasas de inflación de los países avanzados se encuentran cada vez más interconectadas y muestran un grado elevado de sincronización, lo que podría amplificar el impacto (a la baja) de las perturbaciones macrofinancieras sobre la evolución de los precios[19]. La incidencia de algunos de los factores apuntados en el párrafo anterior podría haber contribuido a esta mayor sincronización (véase recuadro 2.3). Por una parte, los precios de muchas materias primas se determinan en mercados globales, por lo que sus fluctuaciones se pueden trasladar a los precios de consumo de muchos países de forma simultánea. Además, la elevada apertura exterior de las economías refuerza la interconexión de las tasas de inflación, en gran medida a través de la mayor sincronía global de los ciclos económicos y financieros. Finalmente, cabe mencionar que el grado de interdependencia de las tasas de inflación puede verse afectado también por la similitud del marco estratégico de las políticas monetarias entre países.

En el caso concreto de la UEM, **los movimientos comunes de la inflación entre países miembros son más elevados y han tendido a aumentar a lo largo del tiempo.** Además, con carácter general, las medidas empíricas de interdependencia son mayores entre las tasas de inflación generales de los países que entre las medidas más estables, que excluyen la energía y los alimentos, dado el efecto global que provocan las perturbaciones relacionadas con los precios del petróleo y de otras materias primas.

3 Los cambios en la composición de la inflación en la UEM, por países y por ramas

3.1 Los países periféricos de la UEM, tradicionalmente más inflacionistas, han pasado a registrar niveles medios de inflación más bajos que el resto

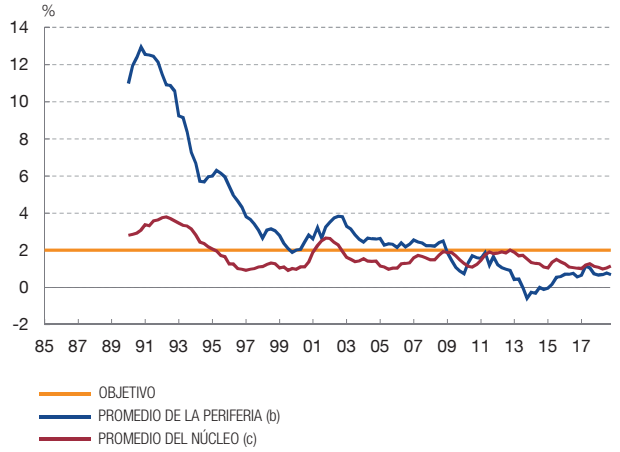
La situación de menor inflación reciente ha sido particularmente intensa en los países de la UEM que tradicionalmente presentaban tasas más elevadas.

19 Véanse Álvarez, Gadea y Gómez Loscos (2019b) y Carney (2015).

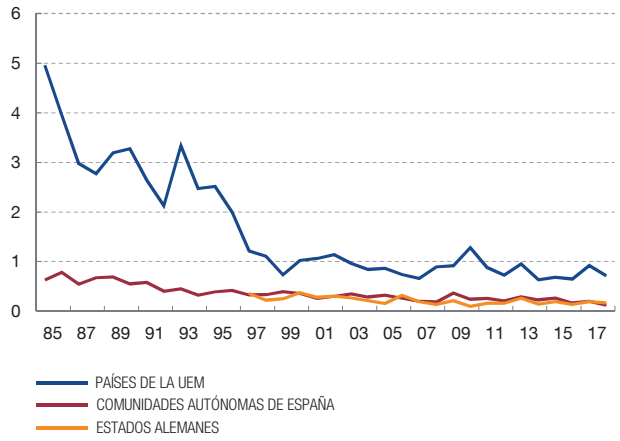
Gráfico 2.3
DISPERSIÓN DE LA INFLACIÓN

Los países periféricos han convergido en las últimas décadas hacia niveles medios de inflación en línea con los del núcleo de la UEM.

1 EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE (a)



2 DESVIACIÓN TÍPICA DE LA INFLACIÓN ANUAL



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.

a IAPC sin energía ni alimentos.
b España, Italia, Grecia y Portugal.
c Alemania, Francia, Países Bajos, Bélgica, Austria, Finlandia y Luxemburgo.

DESCARGAR

En las dos últimas décadas, las tasas de inflación de los países periféricos de la UEM han pasado a situarse en valores más en línea con los del núcleo del área, e incluso inferiores a estos. En el gráfico 2.3.1 se aprecia esta tendencia de las tasas de inflación subyacente promedio de España, Italia, Portugal y Grecia, en comparación con la media del resto de los países que formaban la UEM en 1999[20]. En estos últimos, la inflación, de hecho, es solo ligeramente más baja en la actualidad que durante la década posterior a la introducción del euro. En concreto, la tasa de inflación subyacente promedio de este último grupo de países fue del 1,5 % en 1999-2007 y del 1,4 % en 2008-2018, y, dentro de este último período, del 1,3 % en el último sexenio (2013-2018). En el primer grupo, por el contrario, las tasas fueron, en dichos períodos, del 2,6 %, del 0,9 % y del 0,4 %, respectivamente. Atendiendo a algunos países individuales dentro de cada grupo de países, las tasas registradas por Alemania fueron del 0,9 %, del 1,2 % y del 1,3 %, respectivamente, mientras que las de España se han situado en el 2,7 %, en el 1 % y en el 0,7 %, en los mismos períodos temporales.

Así pues, la situación más reciente de baja inflación es mucho menos acusada, de media y en términos históricos, para el grupo de los países del núcleo[21] de la UEM. El entorno de inflación más baja, en cambio, sí es especialmente marcado en España,

20 Excluyendo Irlanda.

21 Aproximado por los siguientes países: Alemania, Francia, Países Bajos, Bélgica, Austria, Finlandia y Austria.

Italia, Portugal o Grecia, en particular en el componente de precios de los servicios, como se verá en el siguiente apartado. Además, más adelante (en el apartado 4.1) se mostrará alguna evidencia explicativa de este hecho, centrada en el caso de España.

El proceso de convergencia[22] entre las tasas de inflación de los países del área del euro se ha manifestado en una reducción de la dispersión de esas tasas. No obstante, el grado de dispersión en el avance de los precios entre países de la UEM sigue siendo superior al que se observa para las regiones de dos países con una organización territorial muy descentralizada, como son España y Alemania (véase gráfico 2.3.2).

Asimismo, en la UEM no solo se habría producido una convergencia entre las tasas de inflación, sino que también habría habido un cierto alineamiento en los niveles de precios entre países. Concretamente, se habría registrado una reducción mayor en la dispersión de los precios desde 1995, que se acelera a partir de 1999, entre los países que adoptaron la moneda única, cuando se compara con los países de la UE que no forman parte del Eurosistema[23]. La reducción de la dispersión, en general, depende de en qué medida sea comercializable el bien. Más allá de los avances en la creación del mercado interior en la UE, la disminución de los costes de transacción y la desaparición del riesgo de tipo de cambio permitirían explicar este proceso de convergencia (parcial) en los niveles de precios. La convergencia en precios, a su vez, limitaría las divergencias entre las tasas de inflación de los países de la UEM derivadas de los procesos de convergencia *(catching-up)* en los niveles de precios[24].

3.2 La situación actual de inflación más baja se observa en todas las ramas del núcleo más estable de la inflación

La evolución global de la inflación hacia valores más reducidos ha sido generalizada por tipos de productos, pero ha resultado especialmente intensa en la rama de los servicios. El cambio en la dinámica de este sector ha desempeñado

22 Existe evidencia en la literatura sobre el proceso continuado de convergencia en las tasas de inflación entre los países de la UEM, y de la UE en general. En particular, este avanzó en el período de preparación para el Tratado de Maastricht, previo a 1999, que continuó durante el período desde la creación de la UEM, se aceleró desde el principio de la crisis financiera y no se habría visto alterado en el período de política monetaria no convencional. Véanse, entre otros, López y Papell (2012) o Brož y Kočenda (2018).

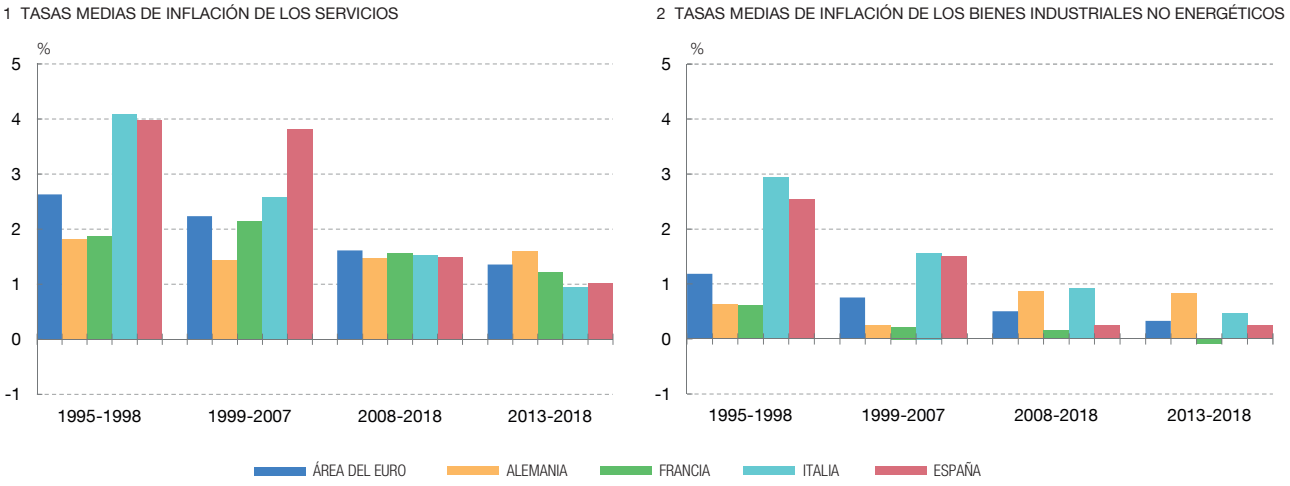
23 Véase Allington, Kattuman y Waldman (2005).

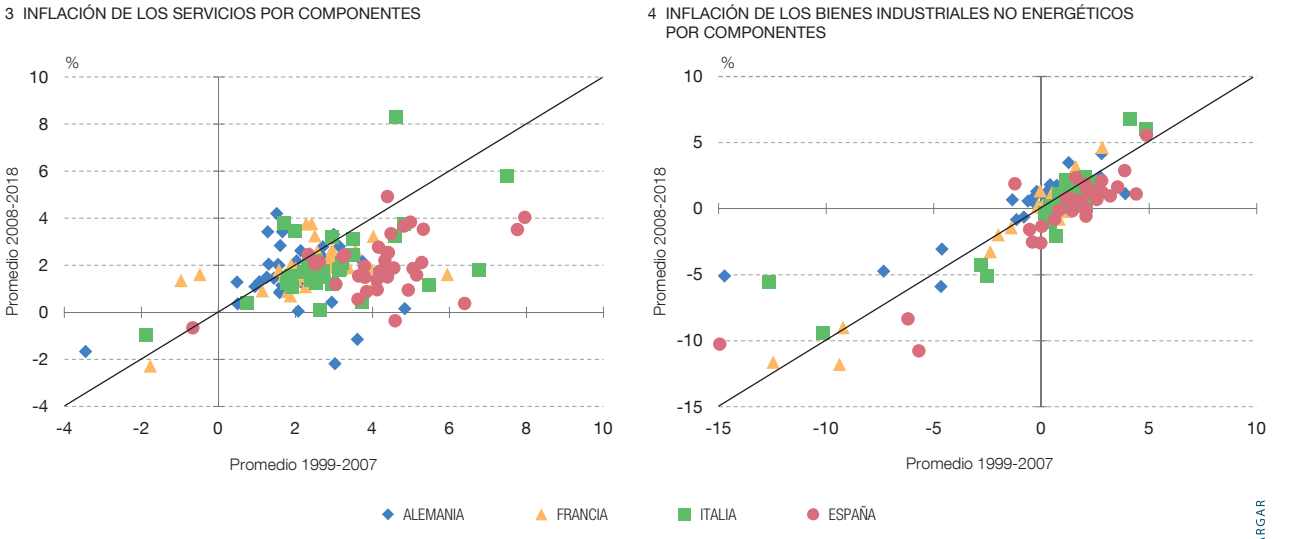
24 Sobre este asunto, véase Estrada, Galí y López-Salido (2013). Las comparaciones internacionales de los niveles de precios, no obstante, presentan un elevado grado de complejidad, asociado a las limitaciones de las bases de datos disponibles. Para superar estas dificultades, algunos estudios se centran en mercados específicos de los que se dispone de información detallada y comparable. Por ejemplo, Dvir y Strasser (2018), para el mercado de automóviles, documentan un proceso de convergencia en los niveles de precios entre los países de la UE que se habría prolongado hasta 2003, pero que, no obstante, se habría interrumpido a partir de este año. Por su parte, Fischer (2012) se centra en el mercado de lavadoras y no encuentra evidencia de convergencia.

Gráfico 2.4

INFLACIÓN DE LOS SERVICIOS Y DE LOS BIENES INDUSTRIALES NO ENERGÉTICOS EN LA UEM

La evolución global de la inflación hacia valores más reducidos ha sido generalizada por tipo de producto, pero fue especialmente intensa en los servicios.





DESCARGAR

FUENTES: Eurostat y Banco de España.

un papel reseñable en la reducción de la inflación desde 2009, particularmente en España y en Italia, dentro de las economías de mayor tamaño de la UEM, y con mayor intensidad en el último sexenio (véase gráfico 2.4.1). La moderación de la evolución de los precios de los servicios ha sido generalizada por clases de productos (véase gráfico 2.4.3). Por su parte, el otro componente del núcleo más estable de la inflación —el de bienes industriales no energéticos— también se moderó recientemente.

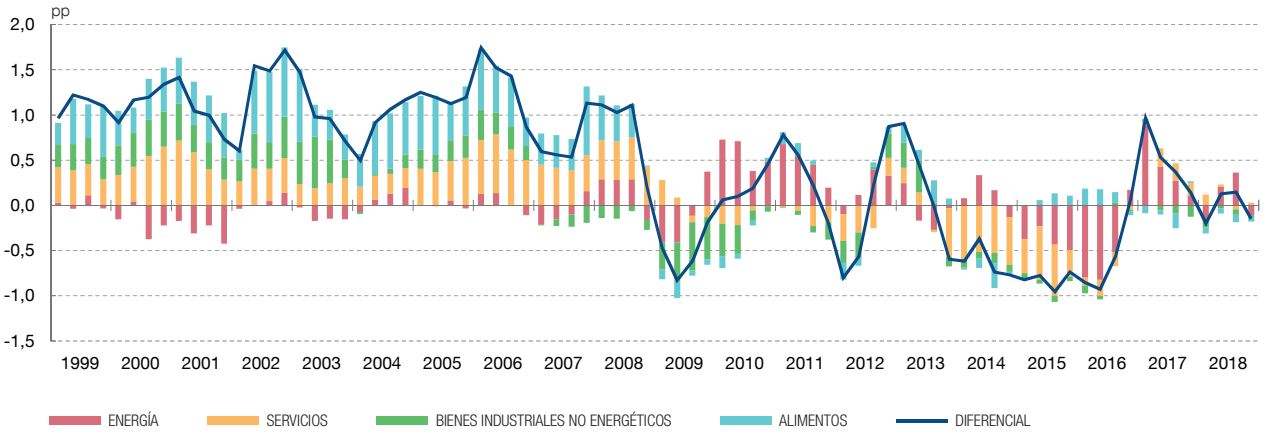
Este efecto adquiere particular relevancia en los países que, como España, registraron un marcado diferencial positivo con respecto al resto del área, en

Gráfico 2.5

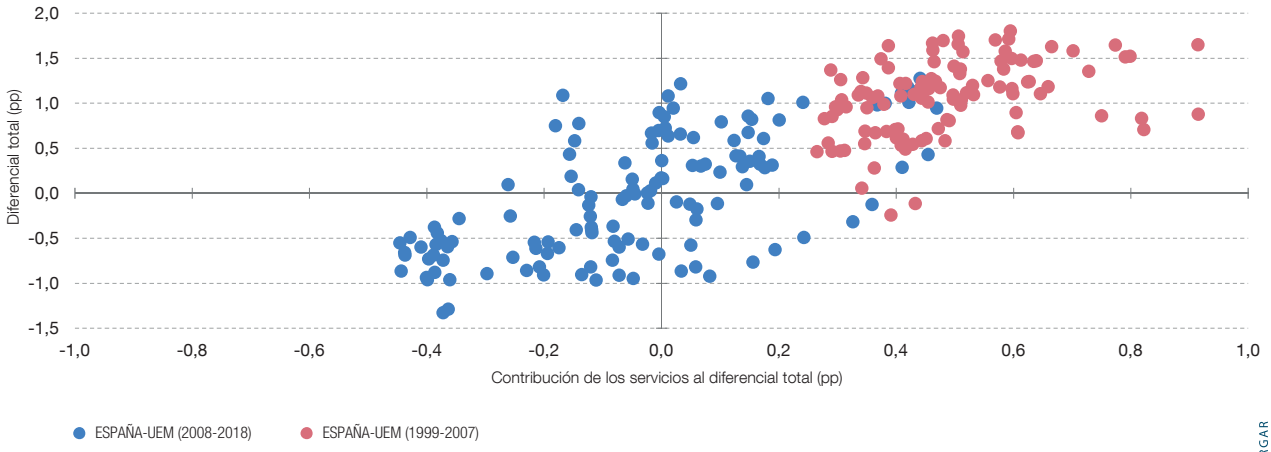
INFLACIÓN DE LOS SERVICIOS EN ESPAÑA

La reducción de la inflación de los servicios adquiere particular relevancia en países que, como España, registraron un marcado diferencial positivo con respecto al resto de la UEM, en gran parte por los servicios.

1 CONTRIBUCIONES AL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN ENTRE ESPAÑA Y LA UEM



2 CONTRIBUCIÓN DEL COMPONENTE DE SERVICIOS AL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN DE ESPAÑA CON LA UEM (a)



DESCARGAR

FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Datos mensuales.

gran parte debido a la inflación de los servicios. El dinamismo de los precios de los servicios en España en el período previo a la crisis, junto con su elevado peso en la cesta de consumo de los hogares, explica que estos fueran responsables de cerca del 40 % del diferencial de inflación con la UEM en su conjunto durante la primera década de la existencia de la moneda común, que se situó en este período, de media, en 1,1 pp (véase gráfico 2.5.1). Los bienes industriales no energéticos, por su parte, en un contexto de mayor exposición a la competencia internacional, mostraron una inflación más moderada que los servicios y contribuyeron al diferencial total con la UEM en algo más del 20 % (0,2 pp), de

media. Finalmente, el resto del diferencial entre 1999 y 2007 se explica por la contribución de los alimentos (0,5 pp), mientras que la energía presentó, de media, una aportación nula.

En la última década esta situación se ha revertido. Entre 2008 y 2018, la inflación en España ha sido, en promedio, más baja que la del conjunto de la UEM, de modo que el diferencial medio durante ese período se situó en –0,14 pp, con una contribución negativa de los servicios en la mayoría de los años (véase gráfico 2.5.2). El intenso ajuste de los precios relativos de los servicios, un sector particularmente intensivo en factor trabajo, podría relacionarse con la disminución de los costes laborales por unidad de producto en dicho período. Así, en esos años, mientras que en el área del euro el crecimiento promedio de los costes laborales unitarios en los servicios de mercado fue ligeramente superior al 1,5 %, en España apenas superó el 0,5 %.

En los servicios, el proceso de desinflación fue generalizado por componentes. El gráfico 2.6 representa el porcentaje de los componentes (ponderado por su peso en el gasto total en el consumo de los hogares) de bienes industriales no energéticos y de servicios, en función de la tasa interanual de inflación de cada una de las rúbricas, para la UEM y para España. El gráfico ilustra el reciente proceso de reducción de las tasas de inflación en los servicios. En concreto, se aprecia que, en España, en los años anteriores a la crisis, la gran mayoría de los componentes de los servicios se encarecían a un ritmo superior al 2 % anual, mientras que casi ninguno de ellos se abarataba. Por el contrario, en el caso de los bienes industriales no energéticos, las proporciones de artículos que presentaban subidas elevadas de sus precios (de más del 2 %) y las de aquellos que experimentaban bajadas o subidas moderadas (inferiores al 1 %) estaban más equilibradas. Sin embargo, en la última década el peso de las partidas de gasto en servicios que presentan incrementos de precios elevados se ha reducido considerablemente, tanto en España como en el conjunto de la UEM.

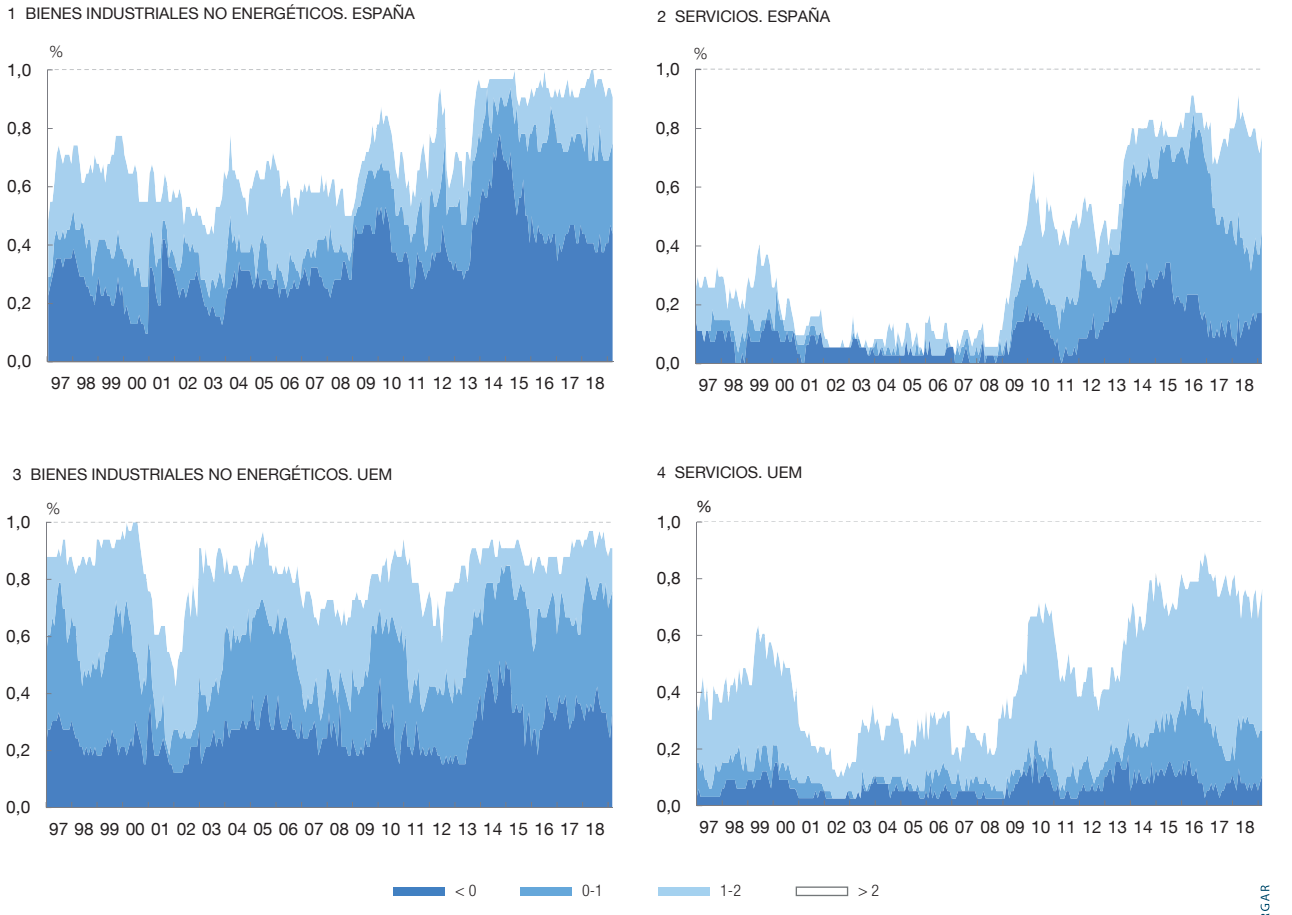
El proceso de internacionalización de una parte importante de los servicios podría haber contribuido a moderar la inflación en este sector. Desde un punto de vista global, el peso de las exportaciones de servicios en el total de las ventas al exterior de bienes y de servicios se duplicó entre 1970 y 2014, para alcanzar el 20 % en ese último año. Asimismo, ha aumentado el peso de los servicios en las cadenas globales de valor. Estos desarrollos se traducen en un aumento del grado de exposición de este sector a factores relacionados con la competencia global, e introducen presiones a la baja sobre el ritmo de avance de los precios no solo en el propio sector, sino también en el conjunto de la economía[25].

25 Véase Loungani, Mishta, Papageourgiu y Wang (2017).

Gráfico 2.6

EVOLUCIÓN DE LOS COMPONENTES DE SERVICIOS Y DE BIENES INDUSTRIALES NO ENERGÉTICOS

Dentro de los servicios, el proceso de desinflación fue generalizado por componentes.



DESCARGAR

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

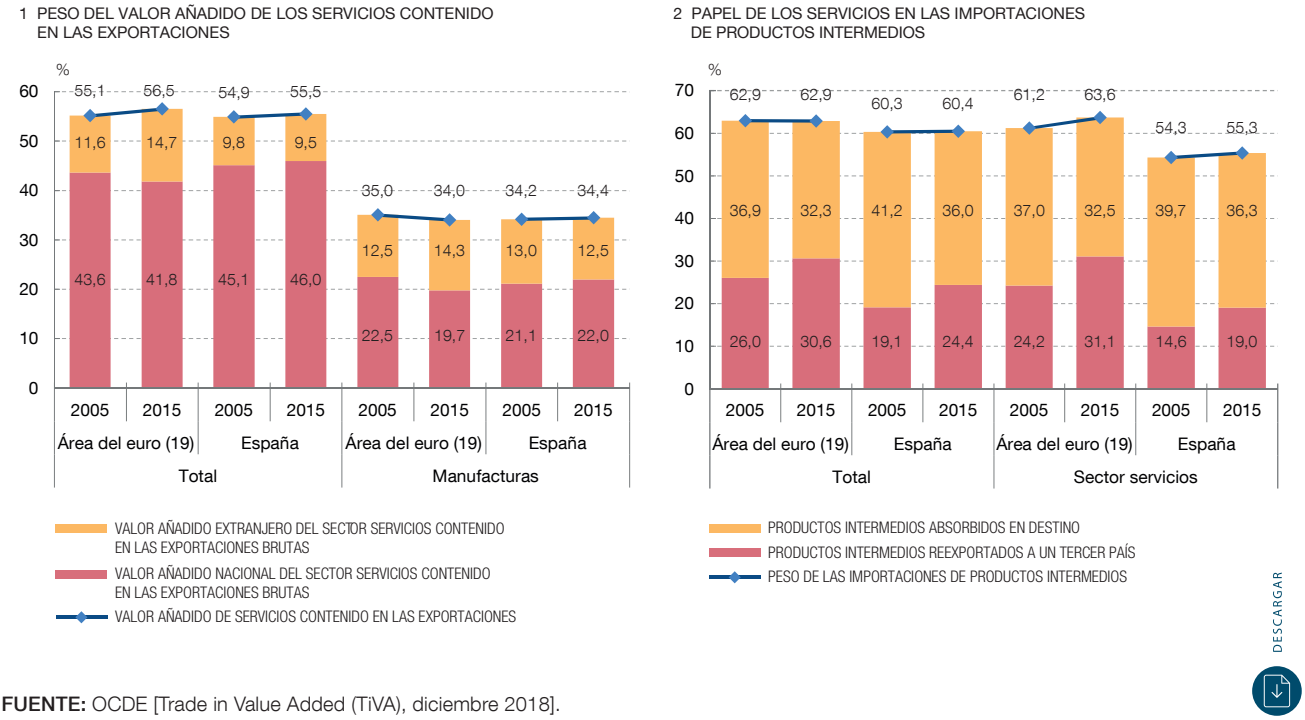
La economía española no ha sido ajena al proceso de internacionalización del sector servicios. El peso del valor añadido del sector servicios en el total de las exportaciones se situó algo por encima del 55 % en 2015[26] y registró un ligero aumento respecto a 2005, en línea con la evolución observada en el conjunto de la UEM (véase gráfico 2.7.1). Además, las exportaciones de manufacturas incorporan en torno a un 35 % de servicios en su producción, y se ha registrado un cierto aumento del valor añadido de servicios de origen nacional, lo que puede estar reflejando una mejora en la competitividad de este sector. En la vertiente importadora (véase gráfico 2.7.2), los datos también apuntan a una creciente internacionalización

26 Según la información de la base de datos Trade in Value Added (TiVA), elaborada por la OCDE y publicada en diciembre de 2018.

Gráfico 2.7

PAPEL DE LOS SERVICIOS EN LAS EXPORTACIONES Y EN LAS IMPORTACIONES

El proceso de internacionalización de una parte importante de los servicios podría haber contribuido a mitigar los procesos inflacionarios en este sector.



DESCARGAR

FUENTE: OCDE [Trade in Value Added (TiVA), diciembre 2018].

del sector servicios, que es responsable del 30 % de las importaciones de bienes intermedios del total de la economía. Estos consumos intermedios importados forman parte tanto de los servicios que se destinan al mercado español como de aquellos que se prestan en el exterior. Este último componente está ganando una importancia creciente.

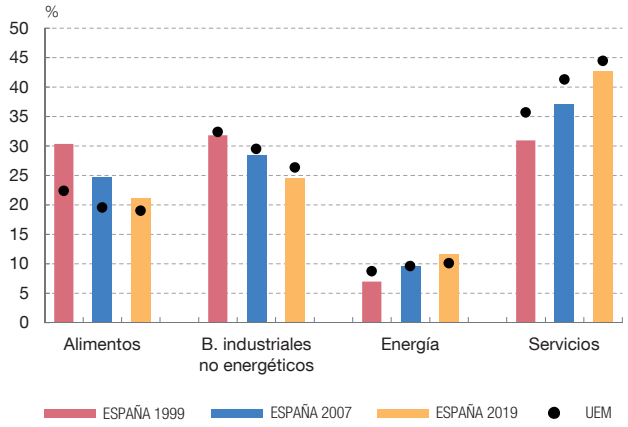
En este contexto, adquieren importancia los efectos composición en la cesta de consumo, dado el aumento progresivo del peso de los servicios. Tanto en España como en la UEM en su conjunto, los servicios y la energía han ganado peso en la cesta de consumo en las últimas décadas, en detrimento del resto de los bienes (véase gráfico 2.8.1). Los servicios han pasado de suponer en 1999 un 31 % y un 36 % del gasto total, en España y en la UEM, respectivamente, al 43 % y al 45 % en enero de 2019. El aumento ha sido más marcado en España que en el resto de las economías de mayor tamaño del área del euro (véase gráfico 2.8.3). Por tanto, una menor presión inflacionaria en los servicios conduciría, a través de este efecto composición, a un menor dinamismo agregado de los precios. Con respecto a la energía, esta ha ganado peso en las dos últimas décadas, particularmente en España: del 7 % al 12 % entre 1999 y 2019, mientras que en el conjunto de la UEM el aumento fue más limitado: pasó del entorno del 9 % al 10 % en el mismo período.

Gráfico 2.8

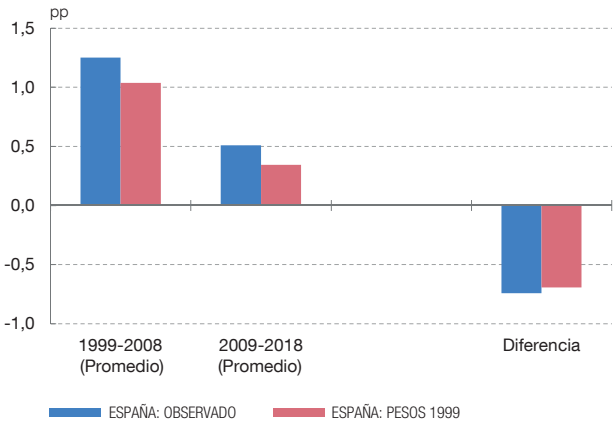
CAMBIOS EN LAS PONDERACIONES DE LOS DISTINTOS COMPONENTES

Los efectos composición en la cesta de consumo han adquirido mayor importancia, dado el mayor peso que van ganando los servicios.

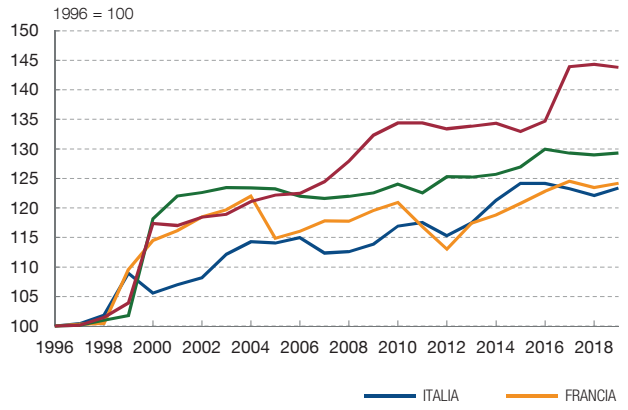
1 PESOS DE LOS GRUPOS ESPECIALES EN EL IAPC DE ESPAÑA Y DE LA UEM



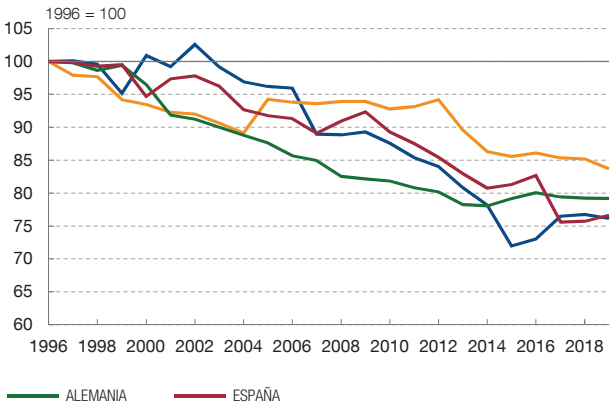
2 EFECTO DEL CAMBIO EN LAS PONDERACIONES: CONTRIBUCIONES DE LOS SERVICIOS A LA INFLACIÓN GENERAL



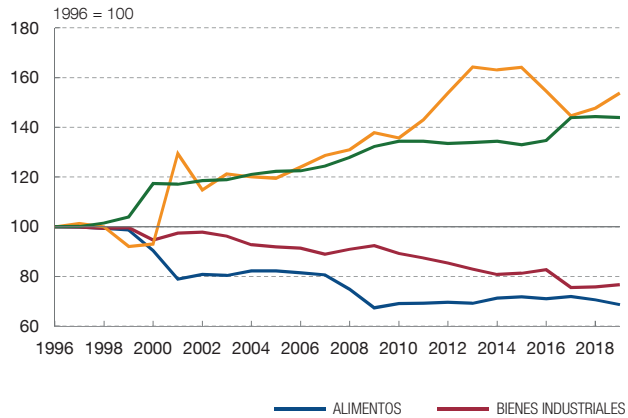
3 EVOLUCIÓN DEL PESO DE LOS SERVICIOS EN EL ÍNDICE GENERAL



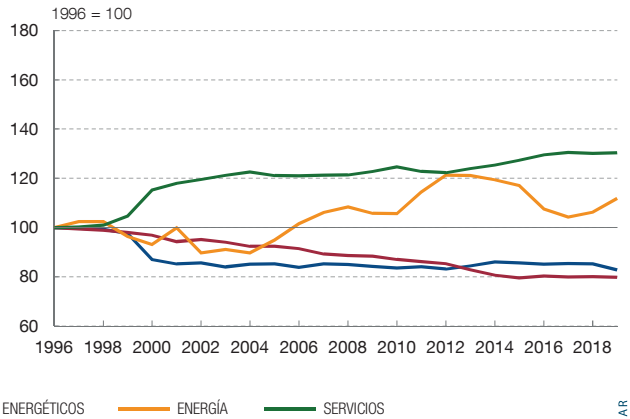
4 EVOLUCIÓN DEL PESO DE LOS BIENES INDUSTRIALES NO ENERGÉTICOS EN EL ÍNDICE GENERAL



5 EVOLUCIÓN DEL PESO DE LOS DISTINTOS COMPONENTES EN EL ÍNDICE GENERAL. ESPAÑA



6 EVOLUCIÓN DEL PESO DE LOS DISTINTOS COMPONENTES EN EL ÍNDICE GENERAL. ÁREA DEL EURO



ALIMENTOS
BIENES INDUSTRIALES NO ENERGÉTICOS
ENERGÍA
SERVICIOS

DESCARGAR

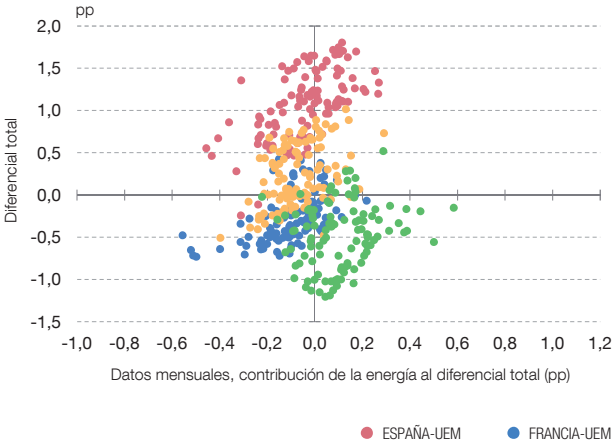
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat y Banco de España.

Gráfico 2.9

PAPEL DE LA ENERGÍA EN LA DINÁMICA DE LA INFLACIÓN

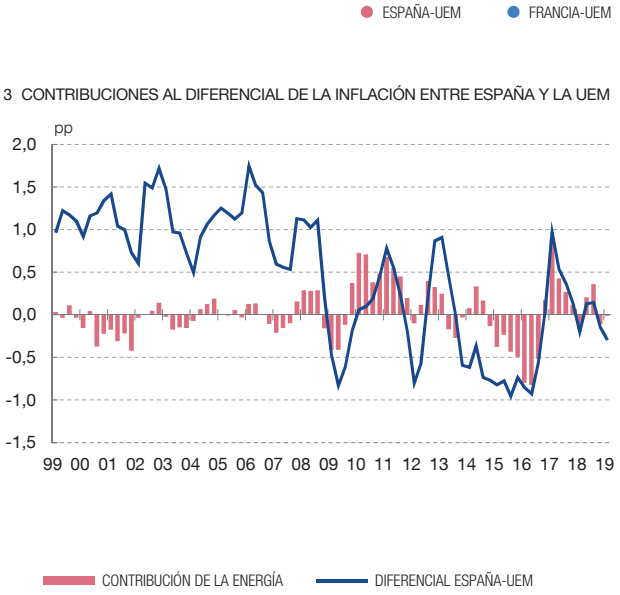
La evolución del IAPC en la UEM ha pasado a estar determinada en mayor medida por las fluctuaciones de la energía.

1 CONTRIBUCIONES DEL COMPONENTE ENERGÉTICO AL DIFERENCIAL DE LA INFLACIÓN CON LA UEM (1999-2007)



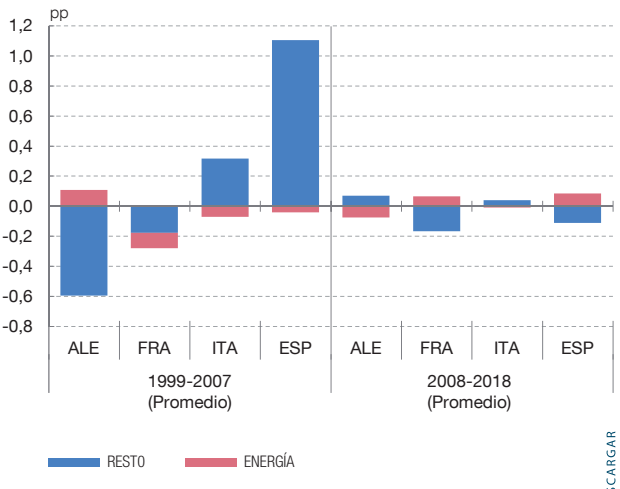
2 CONTRIBUCIONES DEL COMPONENTE ENERGÉTICO AL DIFERENCIAL DE LA INFLACIÓN CON LA UEM (2008-2018)





3 CONTRIBUCIONES AL DIFERENCIAL DE LA INFLACIÓN ENTRE ESPAÑA Y LA UEM

4 CONTRIBUCIONES AL DIFERENCIAL DE LA INFLACIÓN CON LA UEM POR PAÍSES



DESCARGAR

FUENTES: Eurostat y Banco de España.

3.3 Las fluctuaciones en la tasa de inflación han pasado a estar determinadas por la energía en mayor medida

El menor dinamismo actual del IAPC de los componentes más estables provoca que la inflación de la UEM se vea afectada, en mayor medida, por las oscilaciones en los precios de la energía. Como se aprecia en los gráficos 2.9.1 y 2.9.2, este componente ha aumentado significativamente su influencia en la dinámica agregada de la inflación en la UEM. En el caso de la economía española, la volatilidad de la contribución de la energía al diferencial de inflación con la UEM

se ha multiplicado por 2,4 en la última década frente a la anterior (véase gráfico 2.9.3), un valor ligeramente más alto que el de Italia (2,3), y superior al de Alemania y al de Francia (1,4 y 1,3 veces, respectivamente)[27].

En el caso español, además del mayor peso de la energía en el agregado, existen motivos idiosincrásicos que hacen que la volatilidad de este componente se transmita más intensamente al índice general. Los tipos impositivos de los impuestos especiales sobre carburantes se encuentran en España por debajo de los vigentes en la mayoría de los países del área del euro. Esto provoca que las respuestas a los cambios del precio del petróleo sean mayores en la economía española. Además, tras la introducción de subastas para la fijación de los precios mayoristas de la electricidad en 2007, estos precios han mostrado una volatilidad mucho mayor, lo que también afecta a las fluctuaciones del diferencial de inflación con respecto a la UEM.

4 Algunos factores que condicionan la dinámica reciente de la inflación

4.1 Las reformas y los factores de demanda (incluida la política fiscal) explican la mayor moderación de la inflación en España (y en otros países periféricos)

Varias economías de la UEM han introducido reformas estructurales y acometido procesos de ajuste competitivo durante la crisis, lo que habría contribuido a una dinámica de precios más contenida. En concreto, los países que mostraron un mayor nivel de vulnerabilidad macrofinanciera durante la primera mitad de la década actual, como Portugal, Grecia, Irlanda y España, han registrado entre 2013 y 2018 una inflación promedio del 0,4 %, frente al 0,9 % del agregado de la UEM, a pesar de los aumentos más frecuentes y de mayor magnitud en la imposición indirecta en aquellos países durante esos años. Dentro de este grupo de países, tomando a España como referencia, se puede utilizar el modelo macroeconómico denominado *Joint Spain-Euro area model* (JoSE)[28], para analizar la contribución de los determinantes de la inflación con respecto a la UEM. Con este modelo, se descomponen las desviaciones de la inflación en el período 2008-2018 con respecto a su valor de largo plazo en España y en la UEM, en términos de la contribución de un conjunto de perturbaciones estructurales y transitorias (véase gráfico 2.10).

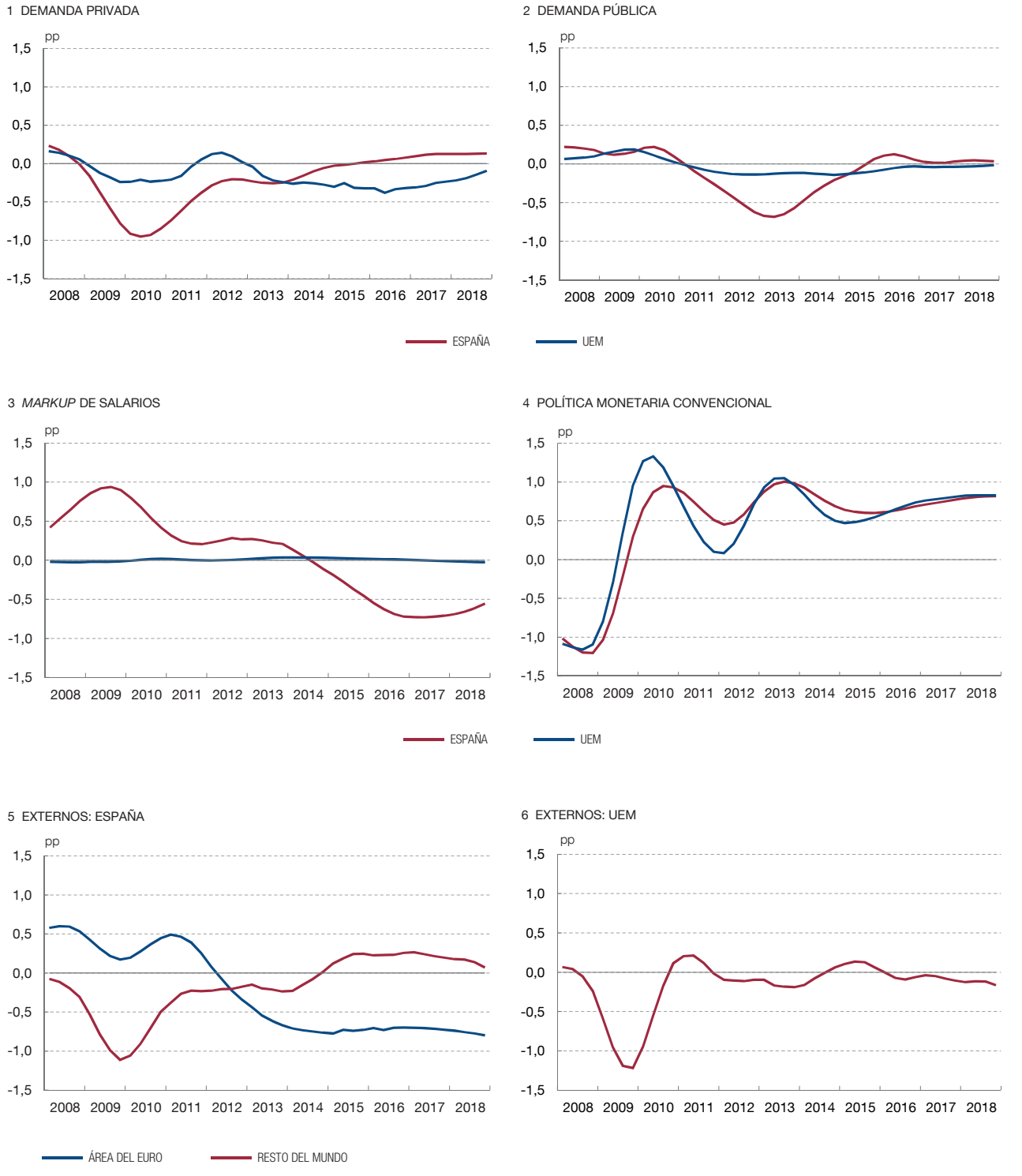
27 Cabe mencionar que en los últimos años se han producido cambios en el mercado energético internacional que han limitado el alza de los precios del petróleo, en particular los relacionados con la mayor presencia de energías renovables y la introducción de técnicas extractivas de *fracking*.

28 Véase Almeida, Hurtado y Rachedi (2019).

Gráfico 2.10

DESCOMPOSICIÓN ESTRUCTURAL DE LA INFLACIÓN EN ESPAÑA Y EN LA UEM (a)

La inflación española se moderó más que en la UEM por la mayor incidencia de los costes laborales y de los *shocks* de demanda, incluidos los fiscales.



FUENTE: Banco de España.

a Inflación, excluidos energía y alimentos. Se presentan las contribuciones de los determinantes de la inflación en España y en la UEM utilizando el modelo JoSE.

DESCARGAR

La dinámica de contención salarial ha desempeñado un papel significativo para explicar la menor inflación en España frente al área del euro en el período más reciente. La evolución de los salarios tuvo una aportación claramente inflacionaria en la primera fase de la crisis financiera (2008-2009), con un impacto persistente, dada la elevada inercia en los procesos de fijación de precios. Esta tendencia cambió a partir de 2010-2013 (véase gráfico 2.10.3), momento a partir del cual las perturbaciones salariales negativas pasan a ser fundamentales para explicar las desviaciones a la baja de la inflación con respecto a su media. Este proceso de moderación salarial se produjo en un contexto de ajuste competitivo de la economía, al que habrían contribuido, además, las reformas del mercado de trabajo que entraron en vigor en esos años, así como las medidas de consolidación fiscal que afectaron negativamente a los salarios de los empleados públicos. Ambos elementos explican una parte importante de la reducción del diferencial promedio entre España y la UEM durante los últimos años, ya que en el conjunto del área la moderación salarial fue mucho menor durante esta etapa.

En las economías que sufrieron con mayor intensidad la crisis de deuda soberana, la política fiscal desempeñó un papel más contractivo, lo que contribuyó a una menor inflación. Este es el caso de España, en particular, como se aprecia en el gráfico 2.10.2. La necesidad de controlar los desequilibrios de las finanzas públicas en un contexto de inestabilidad de los mercados de deuda pública llevó a instrumentar políticas presupuestarias contractivas en momentos cíclicos recesivos (es decir, políticas procíclicas), que en parte explican el menor crecimiento de la actividad y de los precios en el período 2011-2014. En el área del euro en su conjunto, los efectos de las medidas fiscales adoptadas en ese período fueron comparativamente más reducidos.

La política monetaria contribuyó positivamente al alza de la inflación y del producto durante la crisis y la fase actual de recuperación. Su contribución resulta positiva, tanto en España como en el conjunto del área, prácticamente desde el inicio de la recesión (véase gráfico 2.10.4). La política monetaria del BCE ha proporcionado un estímulo notable a lo largo de los últimos años, materializado en tipos de interés de referencia en niveles históricamente reducidos y en la aplicación de medidas no convencionales, que incluyen la expansión de su balance (programa de compra de activos y operaciones de financiación de largo plazo), y de orientación de expectativas *(forward guidance).* Todas estas actuaciones han permitido relajar las condiciones financieras, lo que se ha convertido en uno de los soportes fundamentales de la recuperación económica de la UEM y han contribuido a contrarrestar las tendencias deflacionistas[29].

Otro elemento relevante son las perturbaciones de demanda interna privada. En la fase inicial de la crisis, estas perturbaciones, que podían recoger efectos

29 Véase Banco de España (2016) para estimaciones del impacto de la política monetaria sobre el crecimiento económico y la inflación, a lo largo de la crisis y de la recuperación, en España y en la UEM.

negativos sobre la confianza, contribuyeron de forma notable a moderar la inflación, especialmente en España, donde la crisis tuvo un efecto más duradero y de mayor intensidad que en el resto del área del euro en su conjunto. A partir de 2014, la economía española empezó a recuperarse de forma intensa, lo que hizo que esta contribución negativa fuera desapareciendo, hasta contribuir positivamente al avance de los precios en el período más reciente.

Finalmente, la dinámica de las perturbaciones procedentes del exterior provocó desviaciones negativas de la inflación de España con respecto a su tendencia a lo largo de toda la crisis y de la recuperación. En el gráfico 2.10.5 se observa que durante la primera fase de la crisis estas perturbaciones deflacionarias exteriores provenían principalmente del resto del mundo, ligadas a una caída generalizada en la demanda agregada, mientras que a partir de 2012 tuvieron su origen primordialmente en los demás países del área del euro. Por su parte, en el caso de la UEM, las perturbaciones externas han ejercido una influencia reducida sobre la dinámica inflacionista en la fase de recuperación económica. Así, la incidencia de las perturbaciones con origen en el resto de la UEM habría contribuido a reducir el diferencial de inflación entre España y el conjunto del área del euro.

4.2 La sensibilidad cíclica de la inflación en la UEM es, en general, reducida

El grado de respuesta de la inflación ante las condiciones cíclicas depende de la estructura de cada economía y puede variar a lo largo del tiempo[30]. Como se ha comentado en el primer apartado, una parte de las desviaciones de la inflación con respecto a su tendencia de largo plazo se explica por las fluctuaciones económicas. El grado de respuesta a estas, o sensibilidad cíclica, sería mayor en situaciones en las que las empresas cambian más frecuentemente los precios (menor grado de «rigidez nominal»), lo que, a su vez, dependerá del grado de competencia en los mercados (relacionado, en parte, con el grado de apertura económica) y de los procesos de formación de salarios (véase recuadro 2.4). Por otro lado, la información disponible de encuestas apunta a la existencia de asimetrías en la respuesta de la inflación a la actividad, derivadas, por ejemplo, de un comportamiento diferente de las empresas ante variaciones en su demanda, dependiendo de la posición cíclica de la economía[31].

30 Sobre las posibles asimetrías en la respuesta de la inflación al ciclo, véanse Álvarez, Gómez Loscos y Urtasun (2015) y Ciccarelli y Obstat (2017).

31 Por ejemplo, Álvarez y Hernando (2007) encuentran que las empresas españolas responden en mayor medida a las caídas de demanda, propias de las fases recesivas, que a los incrementos de las fases expansivas.

Los estudios empíricos disponibles muestran una elevada heterogeneidad en las estimaciones de la sensibilidad cíclica de la inflación. No obstante, al mismo tiempo, existe consenso en que dicha sensibilidad se habría reducido en las economías avanzadas en las dos últimas décadas y sería particularmente reducida en la actualidad[32]. Algunos trabajos destacan la importancia creciente de los ciclos económicos foráneos para explicar este valor más reducido, dado que la inflación de una economía depende no solo de la posición cíclica nacional, sino también de la global (véase recuadro 2.3)[33]. Además, también se señala con frecuencia que, en situaciones de inflación baja, los agentes no consideran la inflación como un elemento de primer orden en su proceso de toma de decisiones[34].

El nivel reducido de la sensibilidad cíclica también puede deberse a la presencia de elementos no lineales en la relación entre inflación y actividad económica. En particular, la sensibilidad puede depender del estado de la economía (por ejemplo, si esta se halla en recesión o en expansión)[35] y de las características específicas de dicho estado (por ejemplo, la profundidad de la recesión). En algunos trabajos se argumenta que la relación entre la utilización de la capacidad productiva y el proceso inflacionista solo opera cuando el nivel de inflación supera ciertos umbrales, especialmente en el caso de las fases expansivas, en las que la brecha de producción alcanza valores muy elevados (véase gráfico 2.11 para el caso de España). De acuerdo con la evidencia empírica que apoya esta hipótesis, el cierre progresivo de la brecha de producción que se viene observando en la fase actual de recuperación económica sería compatible con la ausencia de presiones inflacionistas, en la medida en que dicha brecha se encuentre aún lejos de los umbrales estimados para que su relación positiva con la inflación sea significativa[36].

Algunos estudios para la UEM han señalado la posibilidad de que exista variabilidad temporal en la sensibilidad cíclica de la inflación. Según estos trabajos[37], en el momento más agudo de la crisis financiera se habría producido un aumento de esa sensibilidad, lo que podría ser compatible con una reducción de las rigideces nominales que podría vincularse a la profundidad de la recesión[38] (véase gráfico 2.12). No obstante, la sensibilidad a las condiciones cíclicas

32 Véanse, entre otros, Gilchrist y Zakrajšek (2019), Jordà, Marti, Nechio y Tallman (2019) o Luengo-Prado, Rao y Sheremirov (2018).

33 Véanse también Gilchrist y Zakrajšek (2019) y Berganza, Del Río y Borrallo (2016).

34 Véase Blanchard (2018).

35 Véanse, en este sentido, la evidencia para España que proporcionan Álvarez, Gómez Loscos y Urtasun (2015), y las referencias en Ciccarelli y Obstat (2017).

36 Véanse Cuadrado y Moral-Benito (2016) para el caso español, y las referencias allí citadas para ejemplos adicionales.

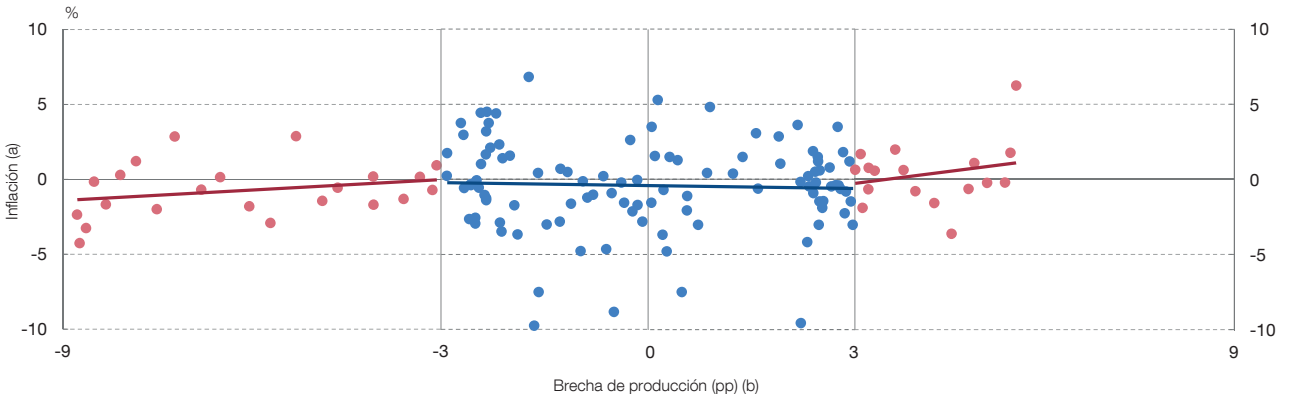
37 Véase Leiva-León, Pérez, Pérez-Quirós y Urtasun (2019).

38 Véase también Álvarez, Gómez Loscos y Urtasun (2015).

Gráfico 2.11

RELACIÓN NO LINEAL ENTRE INFLACIÓN Y BRECHA DE PRODUCCIÓN

La relación entre la brecha de producción y el proceso inflacionista solo opera cuando la brecha de producción supera ciertos umbrales.



DESCARGAR

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España [Cuadrado y Moral-Benito (2016)].

a Variación interanual de la tasa de inflación.
b Diferencia porcentual entre el nivel del PIB observado y el del potencial, en relación con el PIB potencial.

internas se habría reducido con posterioridad[39], para aumentar de nuevo, hasta alcanzar valores coherentes con su media histórica en el período más reciente[40]. Esta última observación podría estar relacionada con los efectos de las reformas en algunos países de la UEM, en particular en el mercado de trabajo, que pueden haber afectado al grado de rigidez nominal en la economía[41]. Finalmente, cabe mencionar que la aparente menor sensibilidad cíclica de la inflación en el caso de España frente a la UEM (véase gráfico 2.12) puede deberse a la mayor rigidez relativa de los procesos de fijación de precios y de salarios de la economía española[42], a pesar de la introducción de varios elementos novedosos

39 Luengo-Prado, Rao y Sheremirov (2018) documentan la existencia de una ruptura estructural en la pendiente de la curva de Phillips en torno a 2009-2010. Según la evidencia basada en datos sectoriales de IPC para Estados Unidos, estos autores muestran que el comovimiento entre las tasas de inflación y el grado de holgura en el mercado de trabajo, por sectores, se habría debilitado sustancialmente y habría pasado a ser prácticamente nulo, con carácter general, en los años inmediatamente posteriores a dicha ruptura estructural.

40 Los resultados presentados para el caso de la UEM son prácticamente idénticos a los que proporcionan Stevens y Wauters (2018).

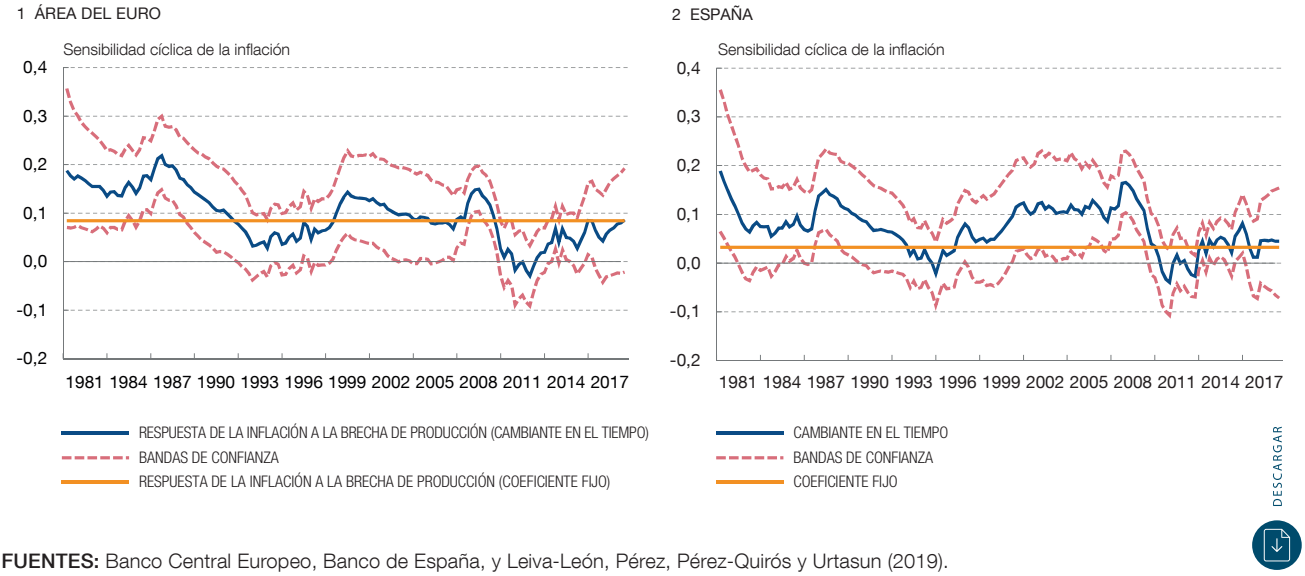
41 La evidencia para el caso de España que se plantea en el recuadro 2.4 apoyaría parcialmente esta explicación. En concreto, se estima que la respuesta de los salarios en España ante los movimientos cíclicos de la tasa de paro aumentó en la etapa inmediatamente posterior a la reforma laboral de 2012, probablemente como reflejo del impacto de las diferentes medidas de flexibilidad interna aprobadas. Por su parte, respecto al período de recuperación reciente, la elasticidad salarial estimada es algo superior a la observada en fases cíclicas similares, si bien la diferencia no resulta estadísticamente significativa.

42 Véase, por ejemplo, Cuadrado, Hernández de Cos e Izquierdo (2011).

Gráfico 2.12

RESPUESTA DE LA INFLACIÓN A LA BRECHA DE PRODUCCIÓN

La sensibilidad cíclica de la inflación en la UEM es más reducida en la actualidad, aunque su estimación está sujeta a mucha incertidumbre.



FUENTES: Banco Central Europeo, Banco de España, y Leiva-León, Pérez, Pérez-Quirós y Urtasun (2019).

en los últimos años tendentes a aumentar la flexibilidad en la determinación de estas dos variables[43].

4.3 La influencia del tipo de cambio sobre la inflación de la UEM ha aumentado en los últimos años

La depreciación del tipo de cambio ejerce presiones al alza sobre los precios importados, y de ahí a toda la cadena de precios, hasta, en última instancia, el nivel general de precios de consumo. La traslación a precios de consumo de los cambios en la cotización del euro depende de un conjunto amplio de factores, tanto estructurales como cíclicos[44]. Entre los primeros, destacan el grado de apertura comercial y la integración en las cadenas globales de valor de la producción a escala mundial, la incidencia de la competencia en los mercados internacionales y en el poder de mercado de las empresas exportadoras, la moneda en que se factura el comercio internacional o la rigidez de ajuste de los precios. Entre los factores cíclicos, influye la situación en la que se encuentre la

43 Entre las principales reformas en este sentido, destacan las del mercado laboral, que introdujo flexibilidad adicional en las posibilidades de ajuste de los costes laborales de las empresas en épocas recesivas, y la Ley de Desindexación.

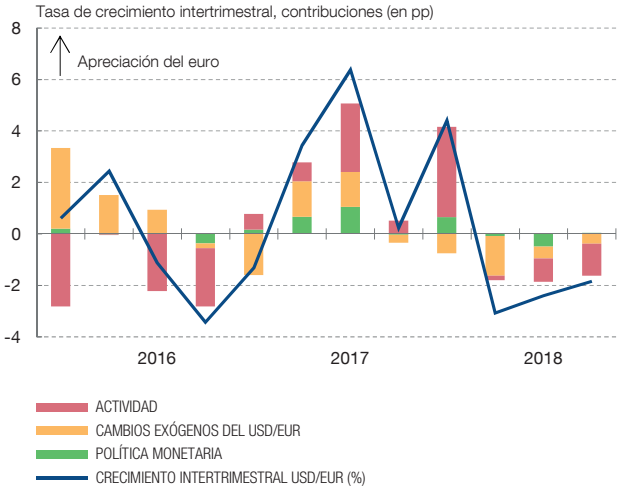
44 Véase Leiva-León, Martínez-Martín y Ortega (2018).

Gráfico 2.13

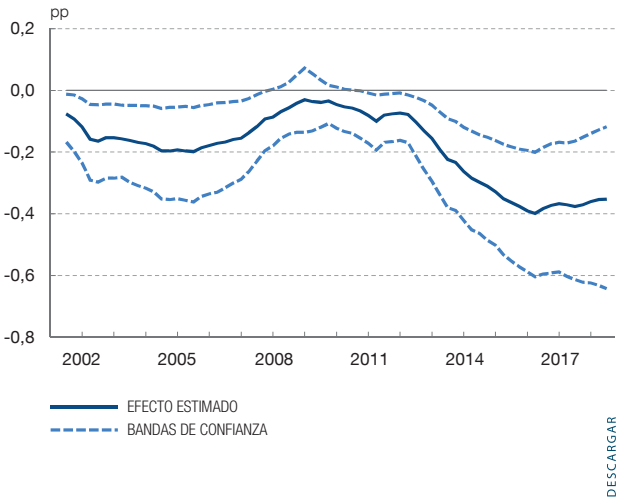
RESPUESTA DE LA INFLACIÓN AL TIPO DE CAMBIO

La traslación de las perturbaciones del tipo de cambio a la inflación de la UEM es más elevada en la actualidad.

1 DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE FRENTE AL EURO



2 ESPAÑA: EFECTO DE LAS PERTURBACIONES EXÓGENAS DEL TIPO DE CAMBIO SOBRE LA INFLACIÓN



DESCARGAR

FUENTE: Leiva-León, Martínez-Martín y Ortega (2019a).

economía, en términos de crecimiento e inflación, así como las acciones de política monetaria.

La evolución del tipo de cambio viene determinada por el efecto de las perturbaciones económicas. Estas pueden ser internas o externas, de demanda o de oferta, derivadas de la acción de la política monetaria o de otros factores relacionados con cambios en la confianza de los agentes que operan en los mercados cambiarios a favor de una economía frente a otra. Como se muestra en el gráfico 2.13.1, de acuerdo con este análisis[45], la depreciación del euro frente al dólar en los últimos tres trimestres de 2018, de media, pudo deberse, principalmente, al menor crecimiento de la UEM con respecto a Estados Unidos. Junto a este, también desempeñaron un papel relevante otros factores, no basados necesariamente en elementos fundamentales acerca de la actividad o de la política monetaria, que otorgaron una menor confianza relativa al euro por parte de los mercados de capitales. Finalmente, en menor medida, la percepción de la política monetaria del BCE pasó a ser algo más laxa —en términos relativos— que en el año anterior, lo que contribuyó, asimismo, a dicha depreciación.

La evidencia empírica muestra que, en particular, el efecto sobre la inflación de los movimientos del tipo de cambio debidos a factores no basados en

45 Véase Leiva-León, Martínez-Martín y Ortega (2018). Sobre los determinantes de la traslación del tipo de cambio a los precios, véase Forbes (2016).

elementos fundamentales se ha intensificado en los principales países de la UEM. Esta dinámica se aprecia en el gráfico 2.13.2, para la economía española, aunque el perfil de evolución es similar en los casos de Alemania, de Francia y de Italia. En particular, sería el componente energético de la inflación total, más volátil y con un elevado contenido importado —y, por tanto, más expuesto a las fluctuaciones cambiarias—, el que reaccionaría con mayor intensidad ante una variación del tipo de cambio[46]. Así pues, en la actualidad, un movimiento cambiario debido a factores exógenos, esto es, no basado en elementos fundamentales acerca de la actividad económica o de la política monetaria, tendría un mayor impacto sobre la inflación en la actualidad que a principios de este siglo.

4.4 Precios, costes salariales y márgenes en la economía española y en la UEM

Como se ha señalado anteriormente, la moderación salarial ha sido un factor determinante del menor dinamismo de los precios interiores en España, en términos tanto absolutos como relativos, frente a la UEM[47]. Durante la crisis, en un primer momento, la contención de los CLU descansó en el incremento de la productividad aparente del trabajo, ligada al elevado ritmo de destrucción de empleo, pero posteriormente la moderación de los crecimientos salariales contribuyó a prolongar la senda de compresión de los costes del factor trabajo. Los reducidos avances de los costes laborales, sin embargo, no fueron independientes del entorno de baja inflación en el que se producía la negociación salarial, especialmente desde 2010 (véase recuadro 2.4).

La traslación de la reducción en los costes laborales a los precios ha sido parcial, ya que, en el proceso de fijación de precios, también desempeña un papel determinante el comportamiento de los márgenes empresariales. Estos reflejan la capacidad de los productores para trasladar las variaciones de costes a sus precios de venta. Los márgenes evolucionaron en la crisis de forma marcadamente contracíclica en España, frente al patrón cíclico observado en otros países europeos. Desde el punto de vista del comportamiento de las empresas españolas, el incremento del margen durante los primeros años de la recesión se explica, en buena medida, como respuesta a unas condiciones de financiación más restrictivas, incluso a riesgo de sufrir pérdidas duraderas en su cuota de

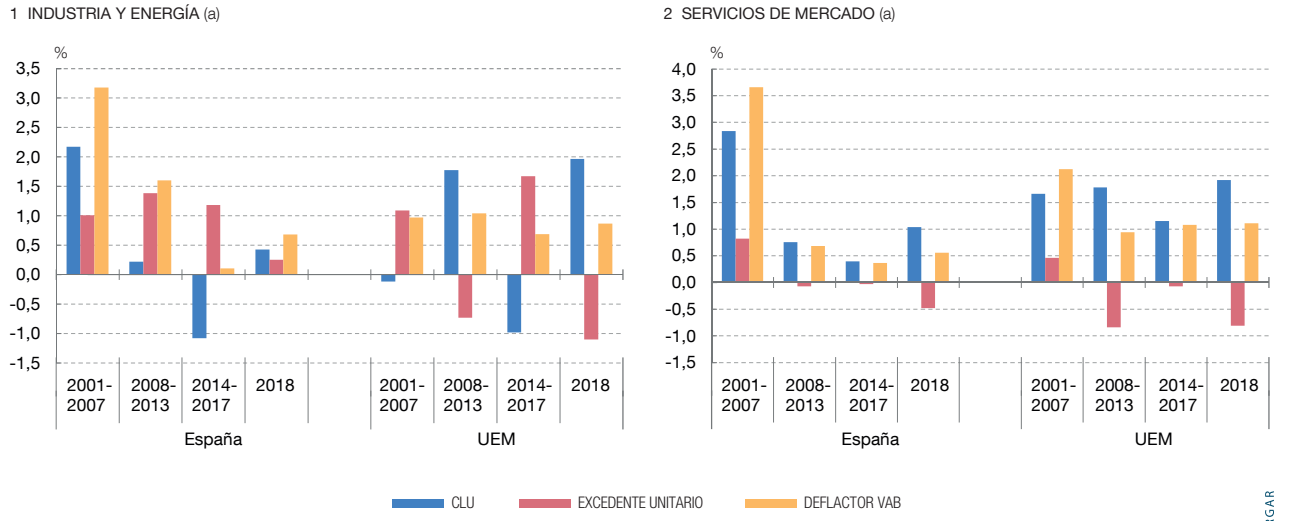
46 Véase Leiva-León, Martínez-Martín y Ortega (2019).

47 En los apartados anteriores, la evolución de los precios se ha analizado a través del IAPC. Este mide los precios de una cesta de bienes y de servicios destinados al consumo, y recoge bienes y servicios tanto producidos internamente como importados. Sin embargo, para otros fines es útil analizar una cesta de bienes y de servicios destinada también a la inversión o a las exportaciones, y el papel de las decisiones de los agentes, de los trabajadores y de las empresas en la formación de precios. En este caso, es necesario acudir al deflactor implícito del PIB o del valor añadido.

Gráfico 2.14

DEFLACTORES Y COSTES: ESPAÑA Y UEM

El análisis por ramas productivas confirma el diagnóstico sobre las diferencias en la evolución inflacionista de los bienes industriales y de los servicios.



DESCARGAR

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.

a Promedio de varios períodos.

mercado[48]. El mantenimiento de márgenes elevados en el período de recuperación, a partir de 2014, en un entorno con condiciones financieras mucho más favorables en el conjunto de la UEM, incluida España, podría evidenciar la existencia de problemas de competencia en ciertos sectores[49].

En el período más reciente, no obstante, la aceleración registrada por los costes laborales ha coincidido con una moderación de los márgenes empresariales, por lo que la inflación se ha mantenido en tasas muy moderadas en España y en la UEM. En un contexto de recuperación económica, la traslación parcial del aumento de los costes laborales a los precios por parte de las empresas obedecería a su intención de no perder cuota de mercado a medio plazo[50]. Este efecto podría ser más persistente en aquellos países, como España, en los que la caída de los costes laborales no se trasladó totalmente a los precios en los primeros años de la crisis, lo que permitió un aumento importante de los márgenes empresariales en dicho período, que, en la reciente coyuntura, podrían actuar como colchón para absorber las subidas de los costes sin afectar significativamente a los precios.

48 Véase Montero y Urtasun (2014).

49 Para una discusión más detallada sobre las implicaciones macroeconómicas de la dinámica más reciente de los márgenes y la competencia empresarial, véanse, entre otros, Fondo Monetario Internacional (2019) o Autor, Dorn, Katz, Patterson y Van Reenen (2017), y las referencias citadas en estos trabajos.

50 Véanse Gilchrist, Schoenle, Sim y Zakrajšek (2017) y Roldán y Gilbukh (2018).

El análisis por ramas productivas confirma el diagnóstico sobre las diferencias en la evolución inflacionista de los bienes industriales y de los servicios. El gráfico 2.14 muestra la evolución reciente de los factores explicativos del deflactor del valor añadido, los costes laborales y los márgenes, aproximados estos últimos por el excedente unitario, en distintos subperíodos, en comparación con el área del euro. En el período previo a la crisis, los mayores incrementos relativos de los CLU en España contribuyeron significativamente a generar el diferencial positivo de inflación de España frente a la UEM, en particular en el caso de los servicios. Durante el período 2008-2013, las diferencias en la inflación entre ambas áreas se estrecharon, fundamentalmente por el menor dinamismo en España de los CLU en ambas ramas. Sin embargo, el comportamiento relativamente más expansivo de los márgenes en España contribuyó a reducir la intensidad del ajuste relativo de precios. A partir de ese momento, se ha mantenido en estos dos sectores un diferencial de inflación negativo con respecto a la UEM, que se explica por el menor crecimiento de los CLU en los servicios y de los márgenes empresariales en la industria.

5 Conclusiones: Las perspectivas de inflación

Las previsiones de la inflación subyacente en la UEM se han revisado de manera sistemática a la baja en los dos últimos años. Por su parte, las relativas a la inflación general han seguido una pauta muy condicionada por el perfil de los cambios en los precios de la energía. Ambos elementos se ilustran en los gráficos 2.15.1-2.15.3, en los que se muestra cómo se han ido revisando las previsiones para la UEM y para España, referidas a los años 2018 y 2019, publicadas de manera trimestral por el BCE y por el Banco de España, en el contexto de sus ejercicios de proyecciones macroeconómicas. Estas revisiones se han producido en un contexto en el que, tomando todo el período de referencia (2017-2018), las previsiones de crecimiento del PIB de la zona del euro y de España se revisaron al alza. Así, de acuerdo con el análisis proporcionado en el capítulo, esta evidencia reciente sería coherente con una débil sensibilidad cíclica de la inflación.

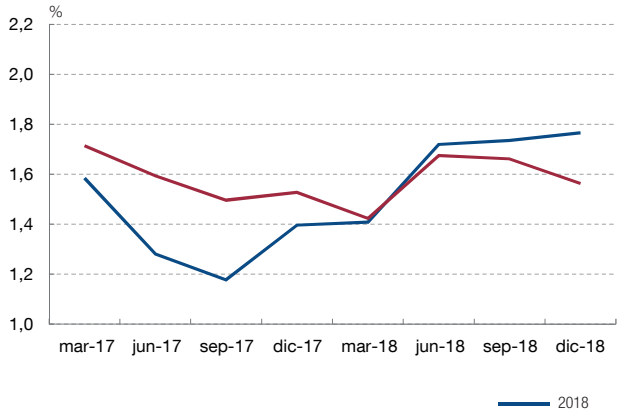
En el caso concreto del año 2018, las revisiones a la baja de la tasa de inflación subyacente fueron generalizadas por países y por ramas, en particular en los servicios. Así, la dinámica más reciente de moderación registrada en la inflación de los servicios, que se ha documentado en este capítulo, podría mantenerse en el tiempo y reducir las presiones inflacionistas en un sector que, históricamente, ha contribuido al alza de la inflación en épocas de recuperación económica, especialmente en países como España. Asimismo, desde el punto de vista de la composición por países, la situación actual de inflación baja en la UEM podría prolongarse si el proceso de convergencia de las tasas de variación del IAPC en los países tradicionalmente más inflacionistas (España, Portugal, Grecia e Italia) a las del núcleo tuviera un carácter eminentemente permanente. Como se ha descrito en

Gráfico 2.15

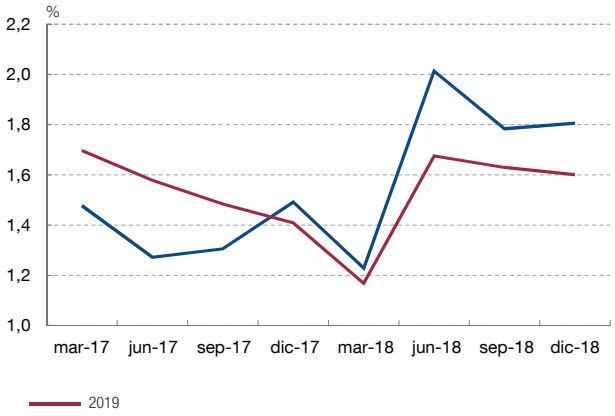
EVOLUCIÓN DE LAS PREVISIONES DE INFLACIÓN DEL IAPC PARA ESPAÑA Y PARA EL ÁREA DEL EURO

Las previsiones de la inflación subyacente se han revisado de manera sistemática a la baja en los últimos dos años.

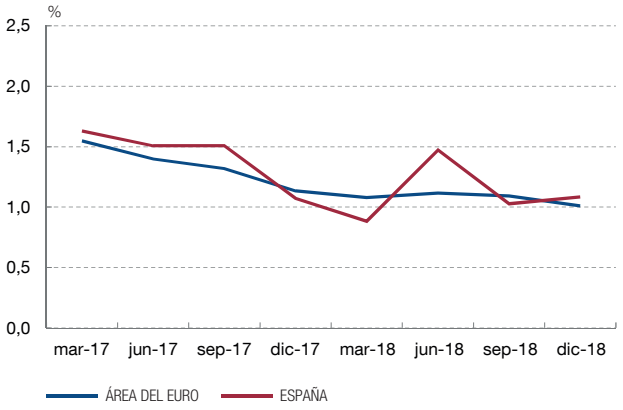
1 INFLACIÓN GENERAL DEL ÁREA DEL EURO, 2018 Y 2019
Previsiones durante 2017 y 2018



2 INFLACIÓN GENERAL DE ESPAÑA, 2018 Y 2019
Previsiones durante 2017 y 2018



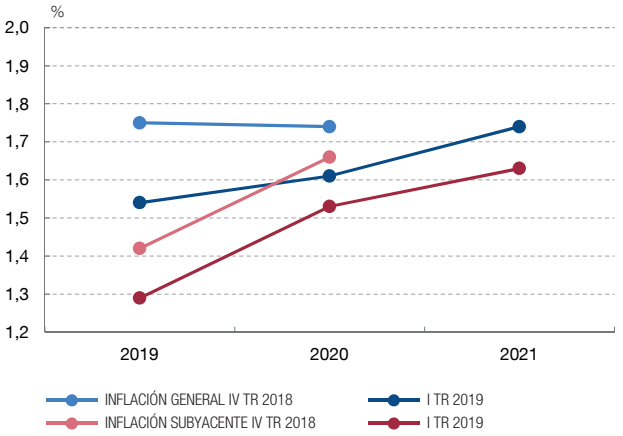
3 INFLACIÓN SUBYACENTE, 2018
Previsiones durante 2017 y 2018



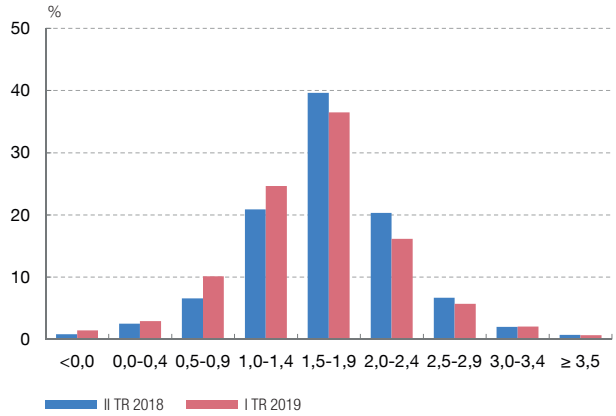
4 ÁREA DEL EURO: INFLACIÓN OBSERVADA Y EXPECTATIVAS DE MERCADO (a)



5 INFLACIÓN DEL ÁREA DEL EURO. REVISIÓN DE PREVISIONES (b)



6 ÁREA DEL EURO: DISTRIBUCIÓN DE PROBABILIDAD DE LAS PREVISIONES DE INFLACIÓN PARA 2020 (b)



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

a Tasa de inflación *forward* instantánea obtenida a partir de los precios de los *swaps* de inflación. Cada punto indica la inflación anual que debería observarse en cada momento futuro para que los contratos *swaps* de inflación firmados en un día concreto no impliquen ninguna transferencia de dinero entre las partes contratantes. Dado que en estos contratos una de las partes da protección a la otra, estas tasas además de las expectativas, recogen una prima por la transferencia del riesgo.
b Datos de la encuesta del Banco Central Europeo a expertos en previsión económica.

DESCARGAR

el apartado 3.1, para este último grupo de países, de media y en términos históricos, los niveles de inflación subyacente observados recientemente no contrastan significativamente con los registrados en la primera década de la UEM.

La infraestimación recurrente de la inflación durante los últimos años podría también reflejar un grado de persistencia en las desviaciones con respecto a su objetivo, significativamente superior al anticipado. Durante los últimos meses, las expectativas de inflación a distintos plazos en el conjunto de la UEM, medidas por las compensaciones por inflación en los *swaps* de inflación, se han mantenido claramente por debajo del objetivo del BCE del 2 % (véase gráfico 2.15.4). Esta circunstancia también se ha producido en las correspondientes a los países miembros tomadas de manera individual. En cuanto a otros indicadores de expectativas de largo plazo, las medidas de inflación tendencial[51] se han situado, en 2018, de media, en el 1,5 % para la UEM, con una cierta heterogeneidad por países. En concreto, el año pasado la tasa media de inflación tendencial de España, Italia, Portugal y Grecia se estima en el 1,1 %, mientras que para el núcleo de la UEM (aproximado por Alemania, Francia, Países Bajos, Bélgica, Austria, Finlandia y Luxemburgo) se situó en el 1,6 %.

Los resultados más recientes de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (SPF, por sus siglas en inglés)[52] apuntan en la misma dirección. En concreto, para el primer trimestre de 2019, la SPF muestra revisiones a la baja de las expectativas de inflación del panel de expertos para el período 2019-2021 (véase gráfico 2.15.5), pero también en sus expectativas de más largo plazo[53]. El gráfico 2.15.6 muestra que, durante el último año (comparando la encuesta del segundo trimestre de 2018 con la del primer trimestre de 2019), una mayor cantidad de analistas han pasado a asignar una probabilidad superior de que la tasa de inflación sea más baja en 2020, de manera que la distribución de probabilidad agregada se desplazó hacia la izquierda. Al mismo tiempo, las distribuciones de probabilidad presentan ahora una mayor amplitud, según los estándares históricos, de forma que los analistas difieren más en sus proyecciones que hace un año. Esto sugiere que la incertidumbre sobre la evolución futura de la inflación (medida por el desacuerdo en las perspectivas de los agentes) se habría elevado.

El repunte de los salarios en la UEM, en los últimos años, y en España, más recientemente, no parece estar teniendo un efecto significativo sobre las tasas de inflación. Como se ha analizado, la contención de los costes salariales desempeñó

51 Calculadas usando los modelos de Correa-López, Pacce y Schlepper (2019) y de Leiva-León, Pérez, Pérez-Quirós y Urtasun (2019).

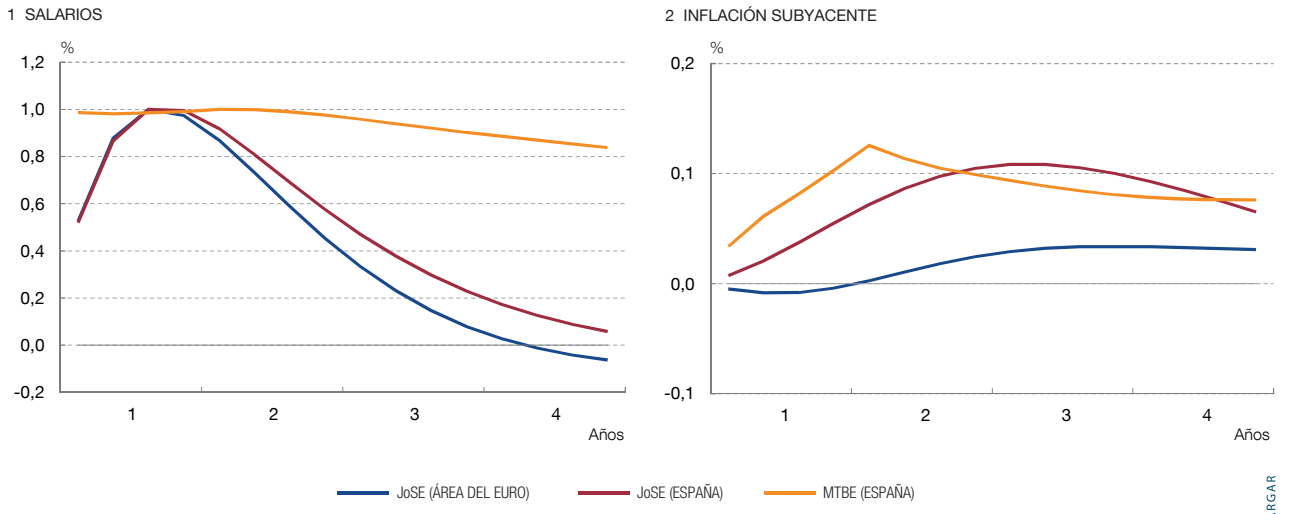
52 La SPF se lleva a cabo trimestralmente y recoge las expectativas relativas a las tasas de inflación, de crecimiento del PIB real y de desempleo en la zona del euro para diversos horizontes temporales, junto con una valoración cuantitativa de la incertidumbre existente en torno a dichas expectativas. Los participantes de la encuesta son expertos pertenecientes a instituciones financieras o no financieras radicadas en la UE.

53 Para más detalle, véase la nota de prensa que resume los resultados de la SPF.

Gráfico 2.16

EFECTOS DE UN AUMENTO DE SALARIOS SEGÚN LOS MODELOS MTBE Y JoSE

En ambos modelos, un aumento de salarios genera efectos inflacionarios muy moderados.



DESCARGAR

FUENTES: Almeida, Hurtado y Rachedi (2019) y Arencibia, Hurtado, De Luis y Ortega (2017).

un papel significativo a la hora de explicar la baja inflación durante la última crisis, especialmente en las economías periféricas de la UEM. Cabría esperar que las mejores condiciones actuales del mercado de trabajo acabaran reflejándose en los precios. No obstante, la traslación a la inflación de las perturbaciones en los salarios es muy débil, de acuerdo con los modelos disponibles (JoSE y MTBE)[54] (véase gráfico 2.16). Asimismo, de acuerdo con la discusión presentada en el apartado anterior, la dinámica de los márgenes podría estar compensando parte de las posibles presiones de los salarios sobre los precios.

En este contexto, además, podrían estar operando factores de oferta, cuya cuantificación en el corto plazo resulta, no obstante, muy incierta. De acuerdo con el análisis realizado en el capítulo, la persistencia de la inflación en niveles inferiores a la referencia del 2 % podría reflejar también, en parte, las presiones a la baja sobre la estabilidad de los precios derivadas de elementos de oferta, como el impacto de la digitalización, la globalización o los cambios en la oferta de trabajo vinculados al envejecimiento de la población, como se analiza en los capítulos 3 y 4 de este Informe. En definitiva, las distintas fuentes de información acerca de la evolución prevista de los precios de consumo sugieren que los agentes esperan que la tónica reciente de inflación moderada continúe en el futuro próximo.

54 Véase Arencibia, Hurtado, De Luis y Ortega (2017).

BIBLIOGRAFÍA

Aguilar, P., y J. Vázquez (2018). *Term structure and real-time learning,* Documentos de Trabajo, n.º 1803, Banco de España.

Allington, N. F. B., P. A. Kattuman y F. A. Waldman (2005). «One market, one money, one price?», *International Journal of Central Banking,* n.º 1, pp. 73-115.

Almeida, G., S. Hurtado y O. Rachedi (2019). *JoSE: Joint Spain Euro area model,* Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.

Altissimo, F., L. Bilke, A. Levin, T. Matha y B. Mojon (2006). «Sectoral and aggregate inflation dynamics in the euro area», *Journal of the European Economic Association,* n.º 4, pp. 585-593.

Álvarez, L. J., L. Gadea y A. Gómez Loscos (2019a). *Low inflation in advanced economies,* Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

— (2019b). *Inflation interdependence in advanced economies,* Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

Álvarez, L. J., A. Gómez Loscos y A. Urtasun (2015). «Asimetrías en la relación entre la inflación y la actividad», *Boletín Económico,* noviembre, Banco de España, pp. 47-53.

Álvarez, L. J., e I. Hernando (2007). «The Pricing Behavior of Spanish Firms», en S. Fabiani, C. Loupias, F. Martins y R. Sabbatini (eds.), *Pricing Decisions in the Euro Area: How Firms Set Prices and Why,* Oxford University Press.

Álvarez, L. J., e I. Sánchez (2018). «Variables de referencia para el análisis de la inflación en España», Notas Económicas, *Boletín Económico,* 3/2018, Banco de España.

Angeloni, I., L. Aucremanne y M. Ciccarelli (2006). *Price setting and inflation persistence: did EMU matter?,* European Central Bank Working Papers, n.º 597.

Arencibia, A., S. Hurtado, M. de Luis y E. Ortega (2017). *New Version of the Quarterly Model of Banco de España (MTBE),* Documentos Ocasionales, n.º 1709, Banco de España.

Autor, D., D. Dorn, L. F. Katz, C. Patterson y J. Van Reenen (2017). «Concentrating on the Fall of the Labor Share», *American Economic Review,* n.º 107, pp. 180-185.

Ball, L. (1992). «How does inflation raise inflation uncertainty», *Journal of Monetary Economics,* n.º 29, pp. 371-388.

Banco de España (2016). «El efecto de las políticas monetarias del BCE en el período reciente», capítulo 3 del *Informe Anual 2015*.

BCE (2011). *La política monetaria del Banco Central Europeo*, Fráncfort del Meno.

Bems, R., F. Caselli, F. Grigoli, B. Gruss y W. Lian (2018). *Expectations' anchoring and inflation persistence,* IMF Working Papers, 18/280.

Benati, L. (2008). «Investigating inflation persistence across monetary regimes», *The Quarterly Journal of Economics,* n.º 123, pp. 1005-1060.

Berganza, J. C., P. del Río y F. Borrallo (2016). «Determinantes e implicaciones de las bajas tasas de inflación a escala global», *Boletín Económico,* noviembre, Banco de España, pp. 54-70.

Bils, M., y P. Klenow (2004). «Some Evidence on the Importance of Sticky Prices», *Journal of Political Economy,* n.º 112, pp. 947-985.

Blanchard, O. (2018). «Should we reject the natural rate hypothesis?», *Journal of Economic Perspectives,* n.º 32, pp. 97-120.

Brož, V., y E. Kočenda (2018). «Dynamics and factors of inflation convergence in the European Union», *Journal of International Money and Finance,* n.º 86, pp. 93-111.

Caporale, G. M., L. Onorante y P. Paesani (2010). *Inflation and inflation uncertainty in the euro area,* Documentos de Trabajo del Banco Central Europeo, n.º 1229.

Carney, M. (2015). «Inflation in a globalised world», Economic Policy Symposium, Jackson Hole.

Ciccarelli, M., y C. Obstat (eds.) (2017). *Low inflation in the euro area: causes and consequences,* Documentos Ocasionales del Banco Central Europeo, n.º 181.

Cogley, T., S. Morozov y T. J. Sargent (2005). «Expectations, learning and monetary policy», *Journal of Economic Dynamics and Control*, 29(11), pp. 1893-1925.

Coibion, O., y Y. Gorodnichenko (2015). «Information rigidity and the expectations formation process: a simple framework and new facts», *American Economic Review,* n.º 105, pp. 2644-2678.

Correa-López, M., M. Pacce y K. Schlepper (2019). «Exploring trend inflation dynamics in Euro Area countries», Documentos de Trabajo, n.º 1909, Banco de España.

Cuadrado, P., P. Hernández de Cos y M. Izquierdo (2011). «El ajuste de los salarios frente a las perturbaciones en España», *Boletín Económico*, febrero, Banco de España, pp. 45-55.

Cuadrado, P., y E. Moral-Benito (2016). «Umbrales en la relación entre inflación y actividad», *Boletín Económico,* diciembre, Banco de España, pp. 47-52.

Dvir, E., y G. Strasser (2018). «Does marketing widen borders? Cross-country price dispersion in the European car market», *Journal of International Economics,* n.º 112, pp. 134-149.

Elding, C., y R. Morris (2018). «Digitalisation and its impact on the economy: insights from a survey of large companies», *Boletín Económico,* 7/2018, Banco Central Europeo.

Estrada, A., J. Galí, y D. López-Salido (2013). «Patterns of Convergence and Divergence in the Euro Area», *IMF Economic Review,* n.º 61, pp. 601-630.

Evans, M., y P. Wachtel (1993). «Inflation regimes and the sources of inflation uncertainty», *Journal of Money, Credit and Banking,* n.º 25, pp. 475-511.

Fischer, C. (2012). «Price convergence in the EMU? Evidence from micro data», *European Economic Review,* n.º 56, pp. 757-776.

Fondo Monetario Internacional (2019). «The rise of corporate market power and its macroeconomic effects», capítulo 2 del *World Economic Outlook,* abril.

Forbes, K. (2016). «Much ado about something important: how do exchange rate movements affect inflation?», *The Manchester School*, n.º 84, pp. 15-41.

Friedman, M. (1977). «Nobel Lecture: Inflation and Unemployment», *Journal of Political Economy,* n.º 85, pp. 451-472.

Galesi, A., y O. Rachedi (2019). «Services Deepening and the Transmission of Monetary Policy», *Journal of the European Economic Association,* de próxima publicación.

Gilchrist, S., R. Schoenle, J. Sim y E. Zakrajšek (2017). «Inflation Dynamics during the Financial Crisis», *American Economic Review,* n.º 107, pp. 785-823.

Gilchrist, S., y E. Zakrajšek (2019). *Trade exposure and the evolution of inflation dynamics,* Finance and Economics Discussion Series 2019-007, Washington, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Gimeno, R., y E. Ortega (2018). «La evolución de las expectativas de inflación del área de euro», Artículos Analíticos, *Boletín Económico,* 1/2018.

Helbling, T., F. Jaumotte y M. Sommer (2006). «¿De qué forma la globalización ha afectado la inflación?», capítulo 3 del *World Economic Outlook,* FMI.

Jordà, O., C. Marti, F. Nechio y E. Tallman (2019). *Inflation: Stress-Testing the Phillips Curve,* FRBSF Economic Letter 2019-05.

Leiva-León, D., J. Martínez-Martín y E. Ortega (2018). «La evolución reciente del tipo de cambio del euro y su impacto sobre la inflación en la economía española», Artículos Analíticos, *Boletín Económico,* 4/2018, Banco de España.

— (2019). *Exchange Rate Shocks and Inflation Comovement in the Euro Area,* Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

Leiva-León, D., J. J. Pérez, G. Pérez-Quirós y A. Urtasun (2019). *Structural Instabilities in the euro area: Okun vs. Phillips,* Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

López, C., y D. H. Papell (2012). «Convergence of euro area inflation rates», *Journal of International Money and Finance,* n.º 31, pp. 1440-1458.

Loungani, P., S. Mishta, C. Papageourgiu y K. Wang (2017). *World Trade in Services: Evidence from A New Dataset,* IMF Working Paper WP/17/77.

Luengo-Prado, M. J., N. Rao y V. Sheremirov (2018). «Sectoral inflation and the Phillips curve: What has changed since the Great Recession?», *Economics Letters*, n.º 172, pp. 63-68.

Mishkin, F. (2007). *Inflation dynamics,* NBER Working Papers, n.º 13147.

Mojon, B., y X. Ragot (2019). *Can an ageing workforce explain low inflation?,* BIS Working Papers, n.º 776.

Montero, J. M., y A. Urtasun (2014). *Price-Cost Mark-ups in the Spanish Economy: a Microeconomic Perspective,* Documentos de Trabajo, n.º 1407, Banco de España.

Orphanides, A., y J. Williams (2005). *Monetary policy with imperfect knowledge,* Finance and Economic Discussion Series, 2005-51, Federal Reserve Board.

Risksbank (2015). *Digitalisation and inflation,* Monetary Policy Report, febrero, pp. 55-59.

Roldán, P., y S. Gilbukh (2018). *Firm dynamics and pricing under customer capital accumulation,* Documentos de Trabajo, n.º 1838, Banco de España.

Rosas, E., y T. López (2018). «Inflación e incertidumbre inflacionaria: la postura del Banco de México, 1969-2017», *Revista Finanzas y Política Económica*, n.º 10, pp. 348-372.

Stevens, A., y J. Wauters (2018). *A time-varying parameter Phillips curve model,* Banco Nacional de Bélgica.

Stock, J., y M. Watson (2007). «Why has US inflation become harder to forecast?», *Journal of Money, Credit and Banking,* n.º 39, pp. 3-33.

Williams, J. (2006). *Monetary policy in a low inflation economy with learning,* Working Paper Series, 2006-30, Federal Reserve Bank of San Francisco.

Recuadro 2.1

LA INFLUENCIA DE LAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA RECIENTES DEL BCE SOBRE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE LARGO PLAZO

Las expectativas de inflación desempeñan un papel clave en el proceso de formación de precios y de salarios. Los activos financieros ligados a la inflación, que incorporan una compensación por la protección que dan frente a la inflación futura, y que están disponibles diariamente, constituyen una fuente de información valiosa para estimar las expectativas de los agentes acerca de la evolución futura de esta variable. Los *swaps* de inflación son contratos financieros por los que una de las partes se compromete a pagar un múltiplo de la inflación que se produzca hasta una determinada fecha, a cambio de que la otra le entregue una cuantía que se fija de antemano. Este importe predeterminado se puede interpretar como la compensación por protegerse de la inflación y, como tal, contiene información relevante sobre las expectativas de los inversores. Sin embargo, el contenido informativo que tiene el precio de estos activos queda oscurecido, porque, como cualquier otro seguro, incluye una prima por la transferencia del riesgo, así como una prima de liquidez. Como alternativa para medir las expectativas de inflación existen diversas encuestas basadas en las expectativas de los analistas privados. Estas encuestas presentan la ventaja de estar libres del problema de las primas de riesgo y liquidez. Sin embargo, tienen el inconveniente de estar disponibles con menor frecuencia, normalmente trimestral, lo que limita su utilidad para el análisis de la política monetaria.

En un trabajo reciente del Banco de España[1] se propone una medida de las expectativas de inflación de largo plazo en la UEM combinando ambas fuentes de información —encuestas e información de los mercados financieros—. Con respecto a las encuestas, se toman las del *Consensus Forecast*, el *Survey of Professional Forecasters* del BCE y el dato de avance de la inflación. El gráfico 1.1 muestra, para la UEM, las expectativas de inflación a largo plazo (inflación a cinco años dentro de cinco años, esto es, entre los próximos seis y diez años), de las que se ha excluido la prima de riesgo estimada. Se observa que las expectativas de inflación se han mantenido claramente por debajo del 2 % desde 2005 —fecha a partir de la cual la disponibilidad de datos permite este análisis— hasta el cierre de este Informe.

En el período estudiado se han producido dos caídas destacables de estos indicadores de expectativas. La primera, durante la crisis financiera global iniciada tras la caída de Lehman Brothers, en 2008-2009, fue muy acentuada. La segunda, mucho más paulatina, tuvo lugar entre 2013 y comienzos de 2015, y dio lugar a una creciente preocupación por un posible desanclaje de las expectativas en la UEM. En ambos casos, el BCE puso en marcha medidas de política monetaria no convencional para revertir la tendencia a la baja de la inflación. Estas medidas han sido efectivas, en general, a la hora de revertir la evolución observada. En particular, el comienzo del programa de compra de activos por parte del BCE (PSPP, por sus siglas en inglés), a inicios de 2015, marcó un cambio en la tendencia de las expectativas a largo plazo, que han crecido paulatinamente desde entonces, reforzadas por las posteriores extensiones del programa, de manera que, a mediados de 2018, registraron valores similares a los observados entre 2005 y 2007 (y 2011-2012).

En el último trimestre de 2018, no obstante, tuvo lugar un descenso en las expectativas de inflación a largo plazo, en un contexto de deterioro pronunciado de las previsiones de crecimiento económico para el área del euro. Esta flexión a la baja de las expectativas de inflación es todavía demasiado incipiente como para poder extraer conclusiones firmes acerca de su grado de persistencia. En todo caso, la evolución observada exige reforzar, de cara a calibrar apropiadamente el tono futuro de la política monetaria, la atención prestada a las señales que puedan derivarse de estos indicadores.

En el gráfico 1.2 se muestra un análisis similar al anterior para el caso de Estados Unidos. En este país, las expectativas de inflación a largo plazo superan claramente las observadas en el área del euro (en torno al 2,5 % antes de la crisis y alrededor del 2,3 % desde el comienzo de la normalización monetaria), diferencia que estaría en consonancia con la posición más avanzada en el ciclo de la economía norteamericana y a la que quizá podrían haber contribuido otros factores. El gráfico pone de manifiesto que también en el caso de Estados Unidos las distintas medidas de política monetaria no convencional que se implementaron habrían afectado con intensidad diferente a las expectativas de inflación. El descenso que estas registraron tras la crisis financiera global fue contrarrestado con éxito por los programas de expansión cuantitativa (QE, por sus siglas en inglés)[2]. Además, como ocurre en la actualidad en el área del euro, coincidiendo

1 Véase R. Gimeno y E. Ortega (2018), «La evolución de las expectativas de inflación del área del euro», *Boletín Económico*, 1/2018, Banco de España.

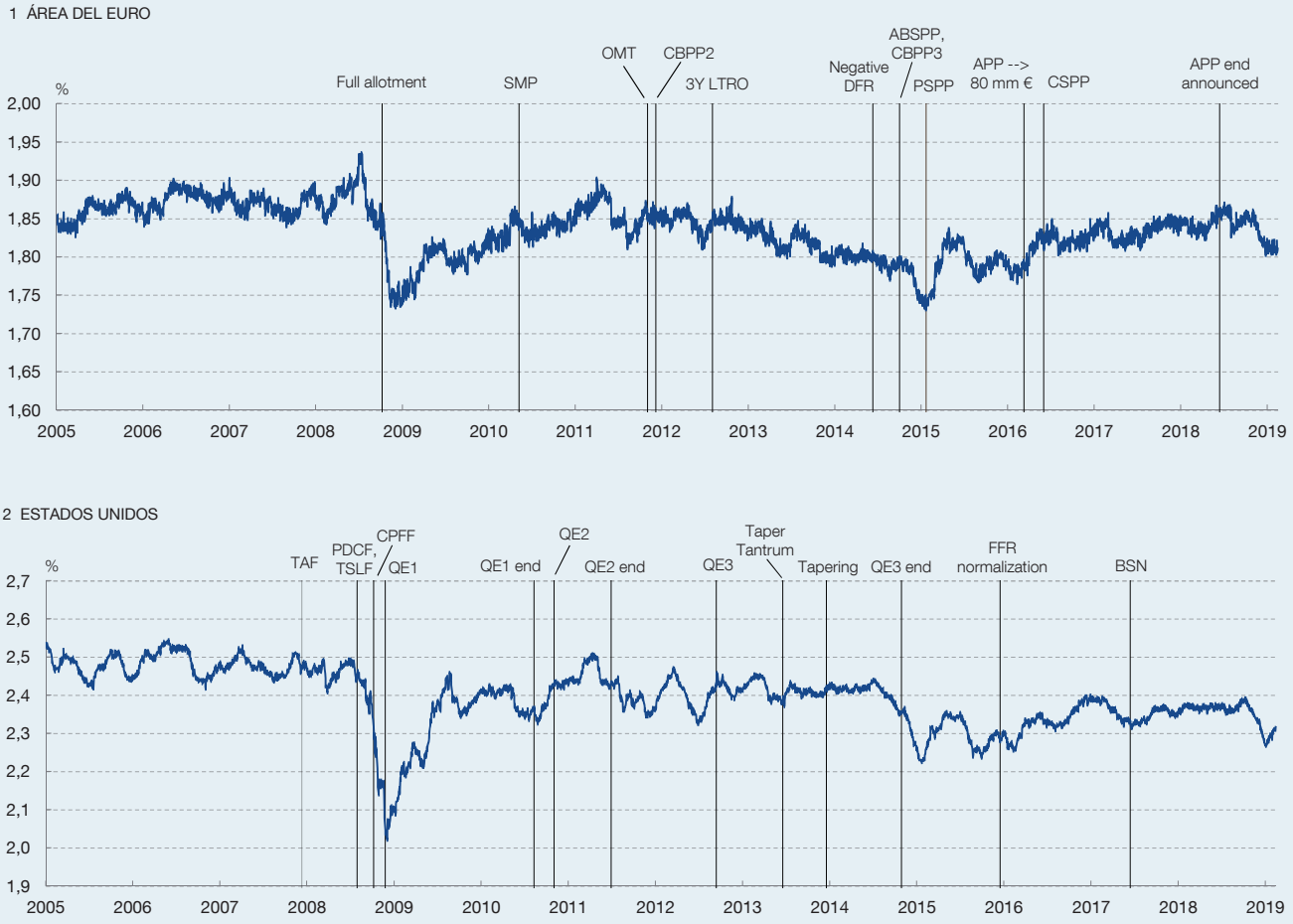
2 Véase R. Reis (2016), *Funding Quantitative Easing to Target Inflation,* CEPR Discussion Papers, n.º DP11505.

con el final de las compras netas de activos, también se observó una caída de las expectativas de inflación, aunque acabó revirtiendo, de modo que la inflación esperada se ha estabilizado ligeramente por encima del 2,3 %.

En conclusión, las políticas monetarias de las principales economías se han enfrentado, en el contexto posterior a la crisis, a la necesidad de contrarrestar, mediante medidas que no figuraban hasta entonces en el arsenal de herramientas de los bancos centrales, ciertos movimientos a la baja en las expectativas de inflación, con el objetivo de estabilizar este importante componente de la formación de precios y de salarios.

Gráfico 1
EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE MERCADO DE INFLACIÓN EN EL ÁREA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS

Las medidas de política monetaria no convencional del Eurosistema han sido efectivas para revertir las tendencias a la baja de las expectativas de inflación a largo plazo en el área del euro: tanto cuando cayeron abruptamente durante la crisis financiera global en 2008-2009 como cuando lo hicieron de forma mucho más paulatina entre 2013 y comienzos de 2015, momento en el que creció la preocupación por un posible desanclaje de las expectativas en el área del euro. En Estados Unidos, las medidas no convencionales de política monetaria también han influido sobre las expectativas de inflación a largo plazo con distinta intensidad.



FUENTE: Banco de España, basado en precios de *swaps* a múltiples plazos con información procedente de Datastream.

Recuadro 2.2

FACTORES ESTRUCTURALES Y DINÁMICA INFLACIONISTA

La literatura reciente ha identificado un conjunto de factores que podrían estar presionando persistentemente a la baja las tasas de inflación a escala global, en particular en las economías avanzadas. Entre estos cabe destacar las consecuencias estructurales del envejecimiento poblacional, el proceso de globalización (con una mayor apertura comercial y una mayor exposición a la competencia internacional) o el impacto de las nuevas tecnologías (digitalización y nuevas formas de comercio).

En particular, el proceso de envejecimiento de la población en las economías avanzadas podría contribuir a una inflación tendencial más reducida a través de varios canales, como se expone en el capítulo 4 de este Informe. En primer lugar, el peso, dentro de la cesta de consumo de la población de más edad, de los bienes y de los servicios más inflacionistas es, en general, comparativamente más reducido que en otros grupos de edad, lo que da lugar a menores incrementos generales de precios por un efecto composición. Además, puesto que, en general, la acumulación de riqueza neta aumenta con la edad, una más alta proporción de personas mayores podría inducir más sesgo antiinflacionario en la sociedad, y por tanto un mayor apoyo a políticas monetarias con esa orientación. Por otra parte, el envejecimiento poblacional puede presionar a la baja el crecimiento salarial medio, dado que los salarios tienden a presentar un perfil creciente al inicio del ciclo vital y relativamente constante en la parte final de la vida laboral. Adicionalmente, existe evidencia reciente de que la mayor oferta de trabajo de los ocupados de entre 55 y 64 años de edad genera presiones a la baja sobre los crecimientos salariales[1].

El envejecimiento poblacional incide también sobre el tipo de interés natural, reduciéndolo, ya que induce una mayor acumulación de ahorro durante la vida laboral para poder financiar la jubilación. Un tipo natural muy bajo condiciona la efectividad de la política monetaria, al hacer más difícil, en un contexto de baja inflación, que el tipo de interés real se sitúe en niveles alineados con este. En el capítulo 3 de este Informe se desarrolla con detalle el papel que desempeña el tipo de interés natural en las estrategias de política monetaria y la importancia de los factores demográficos en su determinación. Además, según las estimaciones presentadas en ese capítulo, el tipo de interés natural habría sido negativo en el área del euro durante la pasada década, lo que dificultaría la capacidad de la política monetaria convencional para luchar contra la baja inflación, ya que en esta situación unos tipos de interés nominales con un margen muy limitado para reducciones adicionales no bastarían para generar los efectos inflacionarios deseados. En esta situación ha tenido que ser la política monetaria no convencional la que proporcione estímulos expansivos para tratar de acercar la inflación observada a su objetivo de medio plazo.

La globalización también habría contribuido a reducir las tasas de inflación a escala global, a través de varios canales. En concreto[2], tanto la mayor apertura comercial (véase gráfico 1) como el desarrollo de las cadenas globales de valor —que se ha reflejado en un aumento del peso del comercio de bienes y de servicios intermedios dentro del total— habrían contribuido a reducir la sensibilidad de la inflación a las condiciones internas de oferta y demanda, en un contexto de mayor sincronización de la actividad económica mundial. Además, la globalización habría acotado los aumentos de precios y de salarios, principalmente en aquellos sectores más expuestos a la competencia internacional.

La llamada «revolución digital» se encuentra también entre los factores de carácter global que podrían estar induciendo presiones a la baja en la evolución de los precios[3]. Por una parte, el desarrollo de las tecnologías de la información y la comunicación induce ahorros de costes de forma directa en la producción de los bienes y de los servicios de consumo genuinamente digitales (como el *software* o los servicios de comunicación), e indirecta a través del uso de estos como consumos intermedios en la producción de otros bienes y servicios de consumo. Por otra parte, además de los canales de costes, la generalización del comercio electrónico puede afectar a los precios de consumo a través de canales tanto directos (debido a los menores costes operativos de las empresas que operan por Internet) como indirectos (por la mayor

1 Véase B. Mojon y X.Ragot (2019), *Can Ageing Workforce Explain Low Inflation?,* BIS Working Papers, n.º 776.

2 Véase, entre otros, T. Helbling, F. Jaumotte y M. Sommer (2006), «¿De qué forma la globalización ha afectado la inflación?», capítulo 3 del *World Economic Outlook,* FMI.

3 Véase C. Elding y R. Morris (2018), «Digitalisation and its impact on the economy: insights from a survey of large companies», *ECB Economic Bulletin,* 7/2018.

transparencia de precios y el grado más elevado de competencia en los bienes y en los servicios adquiridos *online).* Una encuesta reciente del BCE a empresas no financieras del área del euro confirma que las nuevas tecnologías dotan a las empresas de una mayor flexibilidad para reducir sus costes[4].

La reducción del nivel de inflación de las últimas décadas ha venido acompañada por una caída significativa de la incertidumbre sobre la variación de los precios. El gráfico 2 muestra que, desde la década de los años ochenta, se estima que se ha producido una reducción de la volatilidad de la inflación en el área del

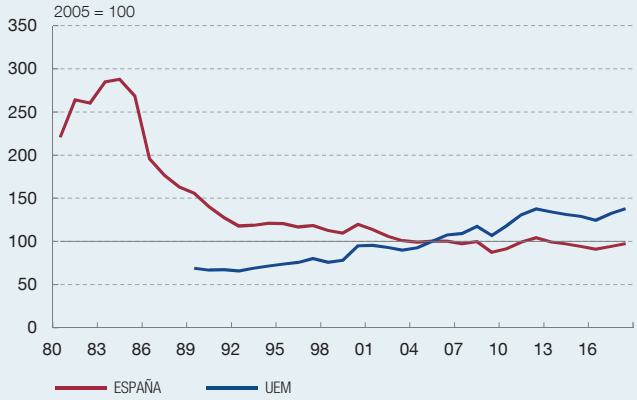
Gráfico 1
FACTORES CONDICIONANTES DE LA INFLACIÓN EN EL LARGO PLAZO

Los cambios demográficos y el proceso de globalización pueden afectar a la dinámica de la inflación. La llamada «revolución digital» se encuentra también entre los factores de carácter global que podrían estar induciendo presiones a la baja en la evolución de los precios.

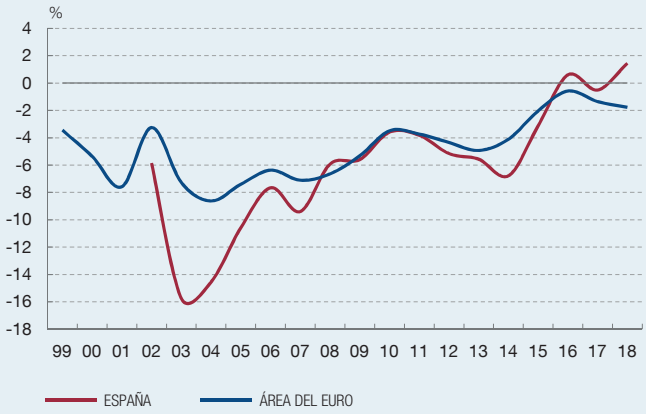
1 COMERCIO MUNDIAL DE BIENES Y DE SERVICIOS (REAL)
Índice de volumen



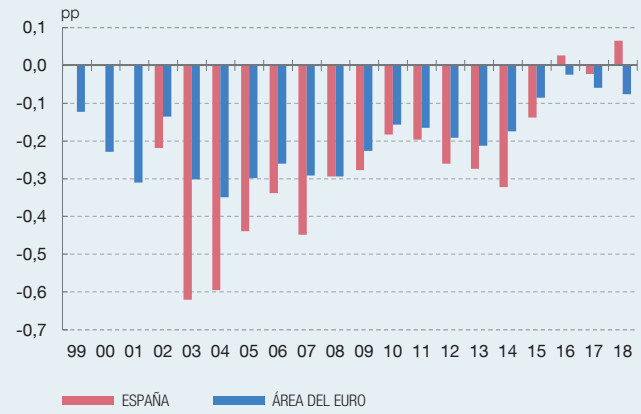
2 PRECIOS DE IMPORTACIONES EN TÉRMINOS REALES (a)



3 INFLACIÓN ANUAL DE PRODUCTOS TECNOLÓGICOS EN ESPAÑA Y EN LA UEM (b)



4 CONTRIBUCIÓN DE LOS PRODUCTOS TECNOLÓGICOS A LA INFLACIÓN GENERAL EN ESPAÑA Y EN LA UEM



FUENTES: Encuesta sobre Digitalización del Banco Central Europeo *(ECB Digitalisation Survey)*, Eurostat y cálculos del Banco Central Europeo.

a Índices de valor unitario de las importaciones de bienes.
b Productos tecnológicos: equipos y servicios de telefonía y fax, y equipos audiovisuales, fotográficos y de procesamiento de la información.

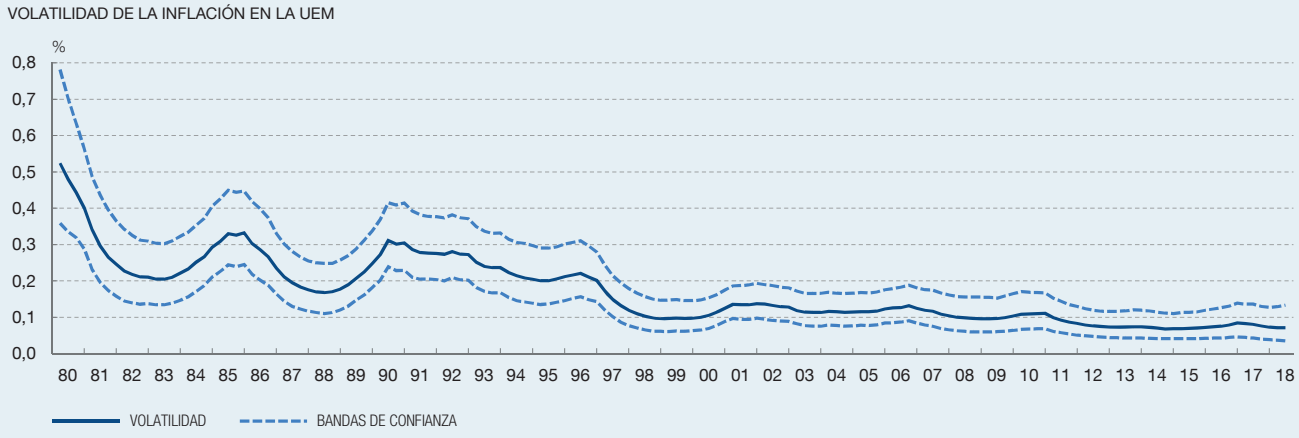
4 Véase C. Elding y R. Morris (2018), «Digitalisation and its Impact on the Economy: Insights from a Survey of Large Companies», *ECB Economic Bulletin,* 7/2018.

euro[5]. La reducción de esta incertidumbre se puede asociar, en gran medida, a la preparación y a la puesta en marcha de la Unión Monetaria, que supuso el paso a un régimen de política monetaria orientado en mayor medida a la estabilidad de los precios que el régimen precedente, especialmente en los países periféricos[6]. Además, se habría producido un fenómeno similar en la mayoría de las economías avanzadas.

La literatura sugiere que existe una asociación positiva entre el grado de incertidumbre sobre la inflación y el nivel de esta[7]. En un entorno de reducida incertidumbre sobre la inflación, una perturbación que afecte a esta variable (al alza o a la baja) permite una respuesta de la autoridad monetaria más precisa, que, por tanto, genere certidumbre sobre la evolución futura del ritmo de variación de los precios. En este sentido, un banco central comprometido con la estabilidad de los precios puede, además, reducir esta incertidumbre. No obstante, algunos análisis también señalan que, en dicho entorno de menor incertidumbre sobre la inflación, la efectividad de la política monetaria podría verse reducida, dado que la capacidad del banco central para generar sorpresas en cuanto a la inflación sería menor.

Gráfico 2
VOLATILIDAD ESTOCÁSTICA DE LA INFLACIÓN EN LA UEM

La reducción del nivel de inflación ha venido acompañada por una caída significativa de la incertidumbre sobre la variación de los precios.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España [Leiva-León, Pérez, Pérez-Quirós y Urtasun (2019b)].

5 Estimada en el contexto del modelo de descomposición presentado en D. Leiva-León, J. J. Pérez, G. Pérez-Quirós y A. Urtasun (2019), *Structural Instabilities in the Euro Area,* Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación. En G. M. Caporale, L. Onorante y P. Paesani (2010), *Inflation and Inflation Uncertainty in the Euro Area,* Documento de Trabajo del Banco Central Europeo, n.º 1229, se encuentran resultados similares para el agregado del área del euro. Los resultados para los países de la UEM tomados de manera individual corroboran el hecho estimado para el conjunto del área del euro [véase, en particular, M. Correa-López, M. Pacce y K. Schlepper (2019), *Exploring Trend Inflation Dynamics in Euro Area Countries,* Documentos de Trabajo, n.º 1909, Banco de España]. En J. Stock y M. Watson (2007), «Why Has US Inflation Become Harder to Forecast?», *Journal of Money, Credit and Banking,* n.º 39, pp. 3-33, se proporciona evidencia de que se habría producido un proceso similar en Estados Unidos.

6 Véase M. Evans y P. Wachtel (1993), «Inflation Regimes and the Sources of Inflation Uncertainty», *Journal of Money, Credit and Banking,* n.º 25, pp. 475-511.

7 Esta relación es la llamada «hipótesis de Friedman-Ball» [véanse M. Friedman (1977), «Nobel Lecture: Inflation and Unemployment», *Journal of Political Economy,* n.º 85, pp. 451-472, y L. Ball (1992), «How Does Inflation Raise Inflation Uncertainty», *Journal of Monetary Economics,* n.º 29, pp. 371-388]. Sobre los argumentos teóricos y la evidencia empírica a favor de esta hipótesis, véanse las revisiones de la bibliografía económica sobre este asunto en Caporale, Orante y Paesani (2010) *(op. cit.),* y E. Rosas y T. López (2018), «Inflación e incertidumbre inflacionaria: la postura del Banco de México, 1969-2017», *Finanzas y Política Económica,* n.º 10, pp. 348-372. No obstante, la literatura no es concluyente acerca de la existencia de una dirección de causalidad entre ambas variables, dependiendo esta del marco institucional en el que se conduce la política monetaria.

Recuadro 2.3

FACTORES GLOBALES E INTERDEPENDENCIA DE LA INFLACIÓN

Las últimas décadas han sido testigo de un aumento del grado de interdependencia entre las distintas economías, asociado a la creciente integración económica y financiera entre países. Este proceso de globalización está teniendo un impacto no solo en las variables macroeconómicas reales, sino también en las nominales, como la inflación.

Existen diferentes factores que motivan una cierta interdependencia entre las tasas de inflación de los diferentes países:

— Las fluctuaciones de los precios de las materias primas que se determinan en mercados globales, que afectan a muchos países de forma simultánea.

— Al estar conectadas las tasas de inflación, también lo estarán las expectativas de inflación de las diferentes economías y las políticas monetarias.

— La sincronización de los ciclos económicos de las diferentes economías a escala global se traslada a un cierto acompasamiento de las fluctuaciones de la inflación, a través de la curva de Phillips, que relaciona la inflación con el ciclo económico nacional.

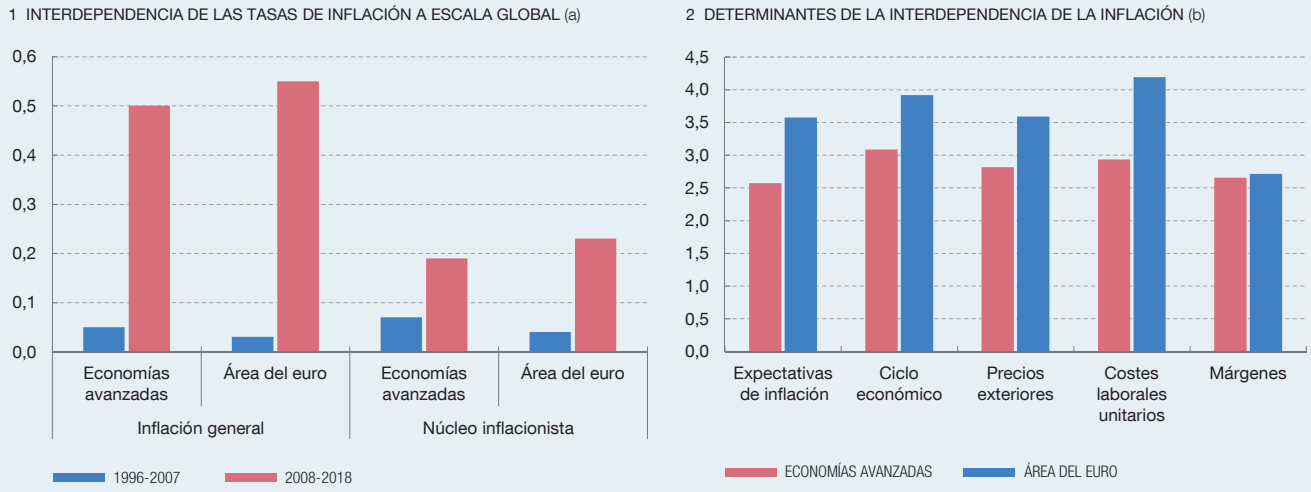
— El mecanismo anterior se ve reforzado cuando la inflación de una economía depende no solo de la posición cíclica nacional, sino también de la posición cíclica global.

— Algunas innovaciones tecnológicas pueden inducir incrementos de productividad en diferentes economías de forma simultánea.

Para ilustrar la evolución de la interdependencia de las tasas de inflación, el gráfico 1 presenta una medida de esa interconexión para un conjunto amplio de economías avanzadas y para las economías de la UEM[1]. La medida

Gráfico 1
INTERDEPENDENCIA DE LA INFLACIÓN

La interdependencia de la inflación entre países habría aumentado en el período posterior a la crisis, y sería más elevada para la inflación general que para el núcleo inflacionista. La interdependencia se podría atribuir a los movimientos conjuntos de las expectativas de inflación, el ciclo económico, los precios exteriores y los costes laborales unitarios.



FUENTES: Eurostat, OCDE y Banco de España.

a Estimaciones para diferentes períodos muestrales.
b Inversa de la norma de Frobenius normalizada. Período muestral de la estimación: 1996-2018.

1 Para mayor detalle, véase L. J. Álvarez, L. Gadea y A. Gómez-Loscos (2019b), *Inflation Interdependence in Advanced Economies*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación. Se utiliza una muestra de 24 economías avanzadas para el período 1996-2018. La medida de interdependencia utilizada es la propuesta en J. Stock y M. Watson (2018), «The Evolution of National and Regional Factors in US Housing Construction», en T. Bollerslev, J. Russell y M. Watson (eds.), *Volatility and Time Series Econometrics: Essays in Honor of Robert F. Engle,* Oxford University Press. Véase también M. Carney (2017), «Globalisation and Inflation», discurso pronunciado en 2017 IMF Michel Camdessus Central Banking Lecture.

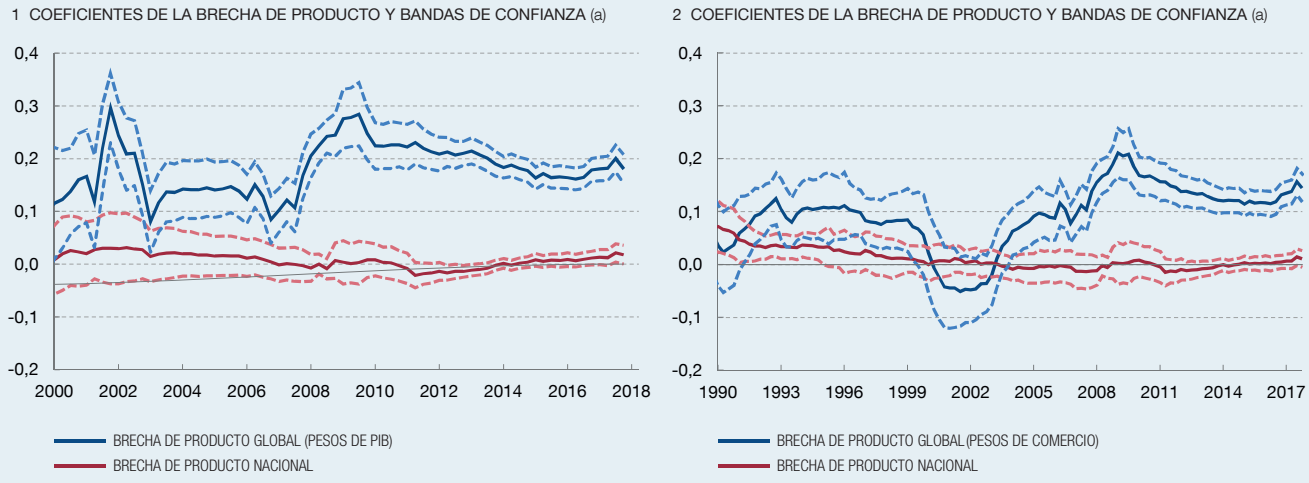
está acotada entre 0 y 1, y, cuanto mayor es su valor, mayor es el grado de interconexión de las tasas de inflación. Como se aprecia en el gráfico, la interdependencia en el período anterior a la crisis financiera global era muy reducida tanto en el conjunto de las economías avanzadas como en los países del área del euro. Sin embargo, en el período posterior a la crisis, la interdependencia de la inflación entre países habría aumentado significativamente. Además, como reflejo de la mayor integración comercial y financiera de los países que la integran, el grado de interconexión es mayor en la UEM que en el conjunto de las economías avanzadas. Por otro lado, también se observa que el grado de interdependencia es mayor para la inflación general que para el núcleo inflacionista, como consecuencia del hecho de que la primera incluye precios de productos energéticos y alimenticios, que muestran una relación más estrecha con los de los mercados globales de materias primas.

Para arrojar luz sobre las variables macroeconómicas que explican el grado de interdependencia, en el gráfico 1 se presentan los resultados de un estadístico que permite determinar si la interdependencia entre variables es similar a la observada en la inflación general. En concreto, los resultados obtenidos identifican cinco variables significativas, que incluyen las tres variables habituales en los modelos neokeynesianos de economía abierta (esto es, las expectativas de inflación, la posición cíclica y los precios exteriores), junto con los costes laborales unitarios y los márgenes empresariales. Asimismo, se aprecia que estas variables explican de forma más precisa las interconexiones de la inflación en los países del área del euro que en el conjunto de las economías avanzadas.

Con respecto a la relevancia de los factores globales a la hora de explicar las tasas de inflación nacionales, la hipótesis de la globalización postula que, a medida que los países aumentan su integración económica, el ciclo global puede ser un factor cada vez más importante en la determinación de la inflación nacional[2]. Para tener en cuenta el impacto de fenómenos globales, se han

Gráfico 2
IMPACTO DE FACTORES GLOBALES EN LA CURVA DE PHILLIPS

Las medidas de brecha de producto global han adquirido una importancia relativa mayor respecto a la brecha de producto nacional a la hora de determinar la inflación, especialmente a partir de principios del siglo XXI. El impacto es mayor cuando calculamos la brecha de producto global ponderada por los pesos del PIB en Paridad de Poder Adquisitivo, lo que sugiere una creciente importancia de las grandes economías emergentes con costes bajos al determinar la inflación nacional.



FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Los coeficientes se estiman a partir de una muestra de 22 países de la OCDE y China.

2 Véanse J. Ha, M. A. Kose y F. Ohnsorge (2018), *Inflation in Emerging Market and Developing Economies: Evolution, Drivers and Policies,* World Bank; C. Borio y A. Filardo (2007), *Globalisation and Inflation: New Cross-country Evidence on the Global Determinants of Domestic Inflation*, BIS Working Papers, n.º 227, y I. Mikolajun y D. Lodge (2016), *Advanced Economy Inflation: the Role of Global Factors*, ECB Working Papers, 1948.

estimado curvas de Phillips[3] que consideran medidas de brechas de producción globales y de precios exteriores (véase gráfico 2). En concreto, se utilizan medidas de brechas de producción globales específicas para cada economía, cuyos pesos se derivan de la composición por países de su comercio exterior[4], y, de forma alternativa, de la relevancia de cada país en la economía mundial, en términos de PIB expresado en paridades de poder de compra. Los resultados obtenidos muestran que las medidas de posición cíclica global son relevantes a la hora de determinar la inflación en el corto plazo y que su importancia respecto a la brecha de producción nacional ha ido aumentando en este siglo. Además, la importancia relativa de la posición cíclica global para la inflación aumenta cuando se utiliza el segundo método de ponderación (basado en los pesos en el PIB mundial), lo que sugiere que la competencia proveniente de economías emergentes de gran tamaño y con bajos costes, como China o la India, podría estar presionando a la baja la inflación global.

Cabe resaltar que la relevancia de los factores globales, como la presentada en este recuadro, tiene implicaciones para la política monetaria. Por un lado, la importancia de esos factores requiere que la autoridad monetaria preste una atención creciente a la actividad y a los precios internacionales. Por otro lado, en un mundo en el que las economías están cada vez más intensamente interconectadas, y donde la inflación responde en buena medida a factores globales, la efectividad de la política monetaria de los diferentes bancos centrales para controlar la inflación nacional puede verse reducida.

---

3 La especificación es una curva de Phillips con expectativas adaptativas en la que la variable dependiente son los cambios porcentuales intertrimestrales en el IPC y nuestras variables de interés son la brecha de producto nacional y global, esta última con pesos derivados tanto de las relaciones comerciales como de los pesos del PIB en paridad del poder adquisitivo. Las regresiones se estiman con una ventana de diez años y efectos fijos de país. Como variables de control, se introducen los cambios porcentuales intertrimestrales de precios de importación, alimentos y energía, el tipo de cambio real y nominal, y cuatro retardos de la inflación, que han sido seleccionados de acuerdo con criterios de información. La muestra utilizada comprende 23 países, y el período muestral abarca desde 1980 hasta 2017.

4 Véase Borio y Filardo (2007), *op. cit.*

Recuadro 2.4

FORMACIÓN DE SALARIOS EN UN CONTEXTO DE BAJA INFLACIÓN

El proceso de formación salarial descansa, entre otros determinantes, sobre las expectativas de inflación a corto plazo. En la medida en que estas hayan podido verse influidas por las reducidas tasas de inflación observadas en la economía española en los últimos años, ello se habría traducido en una menor presión para elevar los salarios nominales. Este mecanismo es más relevante en los países en los que, como España, la cobertura de la negociación colectiva es más elevada.

En particular, la reducida inflación de los últimos años ha podido ser un factor clave a la hora de explicar el menor grado de indexación salarial frente a la evolución de los precios, que constituye un cambio muy destacable en el proceso de formación de salarios del período más reciente. Tradicionalmente, el sistema de negociación colectiva presentaba en España un grado muy elevado de vinculación a la inflación pasada a través de dos vías. En primer lugar, los incrementos salariales pactados en los convenios plurianuales presentaban un elevado nivel de indexación a la inflación pasada. En segundo lugar, aproximadamente tres cuartas partes de los convenios colectivos presentaban cláusulas de salvaguarda que recogían una compensación por las desviaciones de la inflación observada con respecto a la que se había previsto en la firma del convenio. En el período más reciente, sin embargo, ha habido una reducción muy significativa de la utilización de estas cláusulas, que están presentes en menos del 20 % de los convenios colectivos firmados a lo largo de los cuatro últimos años (véase gráfico 1).

De entre los distintos factores que podrían explicar esta acusada disminución, parece destacar la reducida inflación, según se muestra en la ola más reciente de la encuesta de salarios de la red de investigadores de la dinámica salarial de los países del área del euro, constituida por economistas del Eurosistema *(Wage Dynamics Network)*[1].

Uno de los efectos de las tasas de inflación reducidas es la aparición de dificultades para que los salarios se ajusten a la baja en respuesta a perturbaciones negativas (con el consiguiente coste en términos de puestos de trabajo). De hecho, la evidencia empírica disponible apunta a la existencia de rigideces nominales que dificultan que los salarios nominales registren tasas de variación negativas, lo que, en un contexto de inflación persistentemente baja, impide que se produzcan descensos de los salarios en términos reales. En este sentido, se ha observado, tras la llegada de la crisis y en el contexto de una inflación muy reducida, que ha habido una incidencia cada vez más elevada de congelaciones salariales. Así, los gráficos 3 y 4 muestran que, entre 2008 y 2015, se ha producido un aumento muy significativo, de hasta el 25 %, de la proporción de los trabajadores sometidos a variaciones nulas en sus salarios, lo que podría ser indicativo de la presencia de obstáculos que habrían limitado la posibilidad de que las remuneraciones registraran tasas negativas de variación durante ese período.

El gráfico 2 muestra los factores explicativos de la evolución observada de los salarios, de acuerdo con una descomposición basada en un modelo de curva de Phillips. Este modelo relaciona el crecimiento salarial en el conjunto de la economía con una serie de determinantes, que incluyen la evolución de la inflación, la productividad e indicadores de la holgura del mercado de trabajo. Como se puede observar, el elevado desempleo fue el principal factor que limitó las alzas salariales entre 2008 y 2012. Sin embargo, a partir de 2014, la reducida inflación pasó a desempeñar un papel muy relevante a la hora de explicar los bajos crecimientos de la remuneración por asalariado, en un contexto de progresiva recuperación económica y mejora del desempleo, lo que ha contribuido de modo relevante (junto al elevado grado de holgura que sigue caracterizando el mercado de trabajo) a que el crecimiento salarial observado desde ese año haya sido unos 2 pp inferior a la media obtenida desde el año 2000[2].

En el período más reciente han comenzado a aparecer residuos negativos en la ecuación estimada de salarios, esto es, los salarios habrían crecido algo por debajo de lo que cabría esperar, dados sus determinantes habituales. No obstante, estos residuos tienden a desaparecer cuando se utilizan indicadores de holgura cíclica más amplios, que incluyen, además del conjunto de los desempleados, a quienes trabajan a tiempo parcial de

1 Véase M. Izquierdo y J. F. Jimeno (2015), *Employment, Wage and Price Reactions to the Crisis in Spain: Firm-level Evidence from the WDN Survey,* Documentos Ocasionales, n.º 1503, Banco de España.

2 Véase P. Cuadrado y F. Tagliati (2018), «La moderación salarial en España y en la UEM», *Boletín Económico*, 4/2018, Banco de España.

forma involuntaria o a quienes han pasado a la situación de inactividad, al desanimarse en la búsqueda de empleo porque piensan que no van a encontrarlo. En cualquier caso, la reacción de los salarios al desempleo o, más en general, a las condiciones cíclicas de la economía es reducida en España, como pone de manifiesto la escasa dispersión de los crecimientos salariales que se observa entre ramas de actividad, muy inferior a la observada en el empleo o en la productividad[3].

Es útil complementar estos resultados sobre el proceso de determinación salarial con un análisis realizado con datos individuales, sobre los trabajadores, pues ello permite controlar por los posibles cambios en la composición del empleo, algo que no resulta posible a escala agregada. En concreto, se ha estudiado si la respuesta cíclica de los salarios reales al desempleo se ha visto modificada en el período reciente de reducida inflación, teniendo en cuenta, además, si la tasa de paro se sitúa por encima o por debajo

Gráfico 1
TRABAJADORES AFECTADOS POR LA CLÁUSULA DE SALVAGUARDA FRENTE A LA INFLACIÓN

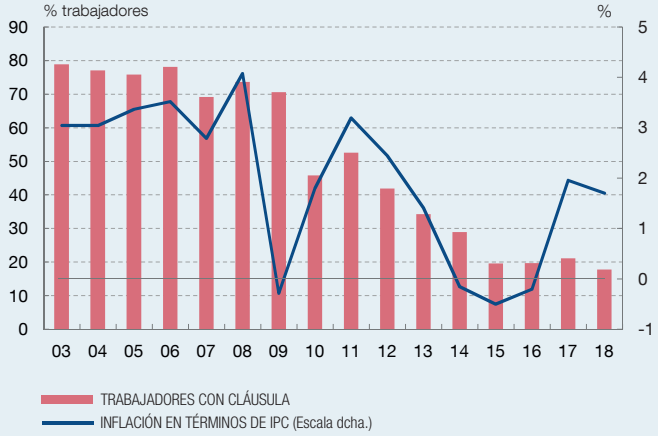


Gráfico 2
DESCOMPOSICIÓN DE LA CURVA DE PHILLIPS, SEGÚN MODELOS
Desviaciones con respecto a la media del período

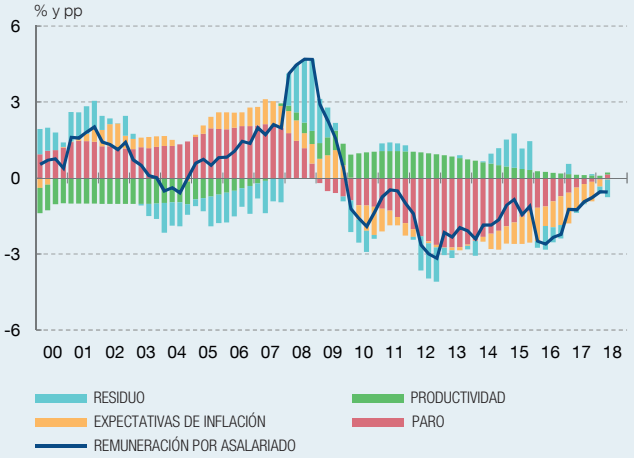


Gráfico 3
DISTRIBUCIÓN DE LOS CRECIMIENTOS SALARIALES EN 2008
Ocupados a tiempo completo que trabajan dos años seguidos en la misma empresa

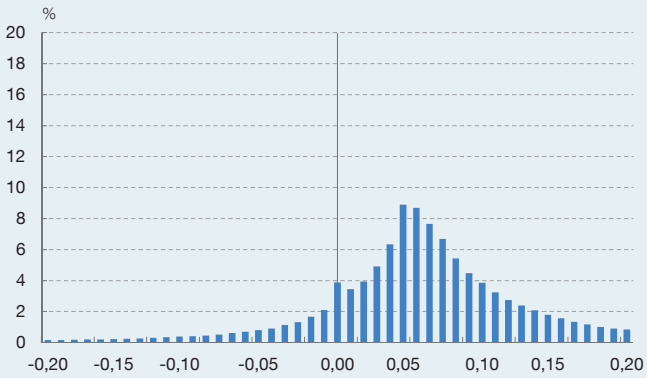
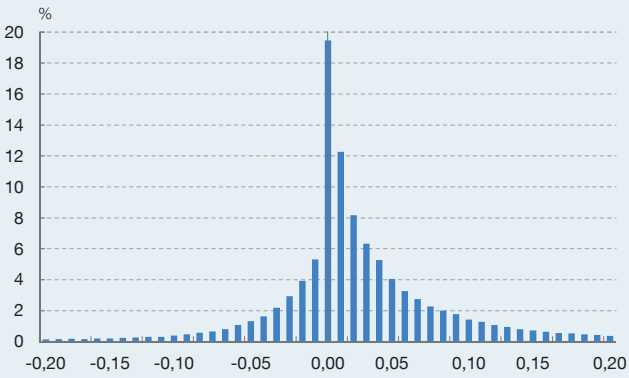


Gráfico 4
DISTRIBUCIÓN DE LOS CRECIMIENTOS SALARIALES EN 2015
Ocupados a tiempo completo que trabajan dos años seguidos en la misma empresa



FUENTES: Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social, Instituto Nacional de Estadística, Muestra Continua de Vidas Laborales y Banco de España.

3 Véase, por ejemplo, el recuadro 5 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico,* 12/2014, Banco de España.

de la media[4]. Adicionalmente, se han distinguido las reacciones de los salarios durante la crisis en los períodos anterior y posterior a 2012, con el objetivo de investigar los posibles efectos de la reforma laboral de ese año. Por último, se ha comparado la actual fase de recuperación económica con un período expansivo similar previo, de paro elevado pero decreciente.

Los principales resultados de estos ejercicios se muestran en el cuadro 1. En primer lugar, se observa que la respuesta de los salarios en España ante los movimientos cíclicos de la tasa de paro es, en general, reducida (e inferior a la estimada para otros países con datos similares), si bien aumentó en la etapa inmediatamente posterior a la reforma laboral de 2012, probablemente como reflejo del impacto de las diferentes medidas de flexibilidad interna aprobadas. Respecto al período de recuperación reciente, la elasticidad de los salarios con respecto al ciclo económico (de –0,16) es algo superior a la observada en fases cíclicas similares (–0,10), aunque la diferencia no resulta estadísticamente significativa. Así, cabría concluir que, al menos con la información disponible hasta finales de 2017, las pautas de formación de salarios, en relación con su nivel relativamente reducido de sensibilidad cíclica, no habrían variado sustancialmente con respecto a su patrón tradicional.

Cuadro 1
ELASTICIDAD DEL SALARIO REAL AL DESEMPLEO (SIETE FASES)

	Recesión paro bajo	Recesión paro alto pre-2009	Recesión paro alto 2009-I TR 2012	Recesión paro alto pos-II TR 2012	Expansión paro alto pre-2013	Expansión paro alto pos-2013	Expansión paro bajo
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Coeficientes	0,097	0,053	-0,084*	-0,260***	-0,104*	-0,159***	-0,063
	(0,077)	(0,068)	(0,046)	(0,038)	(0,060)	(0,041)	(0,087)

FUENTES: Encuesta de Población Activa (Instituto Nacional de Estadística) y Muestra Continua de Vidas Laborales.
NOTA: *, **, *** estadísticamente significativo al 0,10, 0,05 y 0,01, respectivamente.

4 Siguiendo a P. Font, M. Izquierdo y S. Puente (2015), «Real Wage Responsiveness to Unemployment in Spain: Asymmetries along the Business Cycle», *IZA Journal of European Labor Studies*, 4(13).



3

EL DISEÑO DE LA POLÍTICA MONETARIA EN EL MEDIO Y EN EL LARGO PLAZO

Resumen

La respuesta de los bancos centrales de las principales economías avanzadas a la crisis financiera global ha tenido repercusiones importantes tanto para sus tipos de interés como para sus balances. Al comienzo de la crisis, los bancos centrales llevaron sus tipos de interés a niveles históricamente bajos, incluso negativos en algunos casos, como en el área del euro. En la actualidad, los tipos de interés en estas economías permanecen en sus respectivos mínimos —o cerca—, situación que podría perdurar en el futuro. Asimismo, conforme se estrechaba el margen para mayores bajadas de tipos, los principales bancos centrales iniciaron una política de expansión de sus balances, hasta alcanzar niveles históricamente elevados. Este capítulo analiza las posibilidades, los desafíos y los dilemas que ambos aspectos —bajos tipos de interés y un balance grande— plantean para el diseño de la política monetaria en el medio y en el largo plazo.

Por un lado, en la medida en que los tipos de interés oscilen en el futuro en torno a niveles más bajos que antes de la crisis y, por tanto, más cercanos a sus límites inferiores efectivos (ELB, por sus siglas en inglés), los bancos centrales tendrán menos espacio para recortar tipos en respuesta a futuras crisis. Este capítulo muestra que el actual entorno de bajos tipos de interés en las economías avanzadas está ligado a factores estructurales, como el envejecimiento progresivo de la población y el crecimiento moderado de la productividad, y que esta situación podría prolongarse —o incluso agudizarse— en el futuro si se confirman las actuales proyecciones demográficas. Esta observación ha llevado a algunos bancos centrales a discutir posibles alternativas a la actual estrategia de política monetaria (consistente en objetivos de inflación con el 2 % como nivel de referencia) encaminadas a hacer frente a la restricción del ELB, como elevar el objetivo numérico de inflación o fijar una meta en términos del nivel de precios. El análisis que se desarrolla en este capítulo muestra que estas estrategias pueden resultar útiles a la hora de aliviar la restricción que el ELB supone a la política monetaria, resaltando, no obstante, sus costes y limitaciones.

Por otro lado, a medio y a largo plazo, los bancos centrales se enfrentan a la decisión estratégica de mantener el tamaño de sus balances en niveles similares a los actuales o de devolverlos a la tendencia anterior a la crisis, así como a elegir la composición adecuada de los activos y los pasivos de dicho balance. El capítulo analiza las ventajas y las desventajas de mantener un balance grande y de preservar el actual «sistema suelo» con rentabilidades del mercado monetario muy próximas a la remuneración de las reservas. En particular, se resaltan las ventajas que ofrece

el sistema suelo, en términos de un mejor control de los tipos de interés de mercado. No obstante, en el caso del Eurosistema, en principio sería posible mantener dicho sistema con un volumen de reservas inferior al actual. Se analiza también la posibilidad de cambiar la estructura de plazos del balance (especialmente relevante en el caso de un balance grande) mediante la reducción (el alargamiento) del plazo medio de los activos (pasivos).

1 Introducción

En respuesta a la crisis global, los principales bancos centrales llevaron sus tipos de interés a niveles históricamente bajos, incluso negativos. La crisis financiera global y la consiguiente recesión económica en las principales economías avanzadas tuvieron implicaciones notables para la política económica. En el ámbito de la política monetaria, la severidad de la crisis llevó a los bancos centrales a reducir drásticamente sus tipos de interés de referencia desde 2008, hasta alcanzar niveles cercanos a cero (véase gráfico 3.1.1). En los últimos años, autoridades monetarias como el Banco Central Europeo (BCE) o el Banco de Japón han llevado sus tipos de interés de referencia a niveles incluso negativos.

Conforme se estrechaba el margen para mayores bajadas de los tipos de interés, los principales bancos centrales iniciaron una política de expansión de sus balances, **hasta situarlos en niveles históricamente elevados**. A medida que los tipos de interés se aproximaban a su ELB[1], los bancos centrales comenzaron a utilizar una serie de herramientas «no convencionales», como la orientación sobre el curso futuro de los tipos de interés *(forward guidance)* o diversas medidas de expansión de su balance (conocidas genéricamente como «relajación cuantitativa» o *quantitative easing),* con el objetivo de conseguir un mayor grado de expansión monetaria[2]. Las políticas de *forward guidance* tenían el propósito de guiar las expectativas de los agentes económicos acerca de la evolución futura de los tipos de interés de corto plazo, para mantener en niveles moderados los tipos de interés de medio y de largo plazo. Por su parte, las medidas de relajación cuantitativa, como las compras de activos a gran escala y las operaciones de provisión de liquidez y de financiación a los bancos, han dado lugar a una expansión sin precedentes en la liquidez puesta a disposición de las entidades de crédito y en el tamaño del balance de los principales bancos centrales (véase gráfico 3.1.2).

El actual entorno de tipos de interés bajos, que podría persistir en el futuro, supone un desafío importante para la política monetaria. Los bancos centrales se enfrentan a un nuevo escenario, en el que, probablemente, sus tipos de interés oscilarán en torno a niveles más bajos que en el pasado y, por tanto, más cercanos a su límite inferior. De confirmarse este escenario, el margen para reducir tipos de interés en respuesta a futuras crisis se vería restringido. Las medidas no convencionales adoptadas a raíz de la crisis han demostrado cierta efectividad

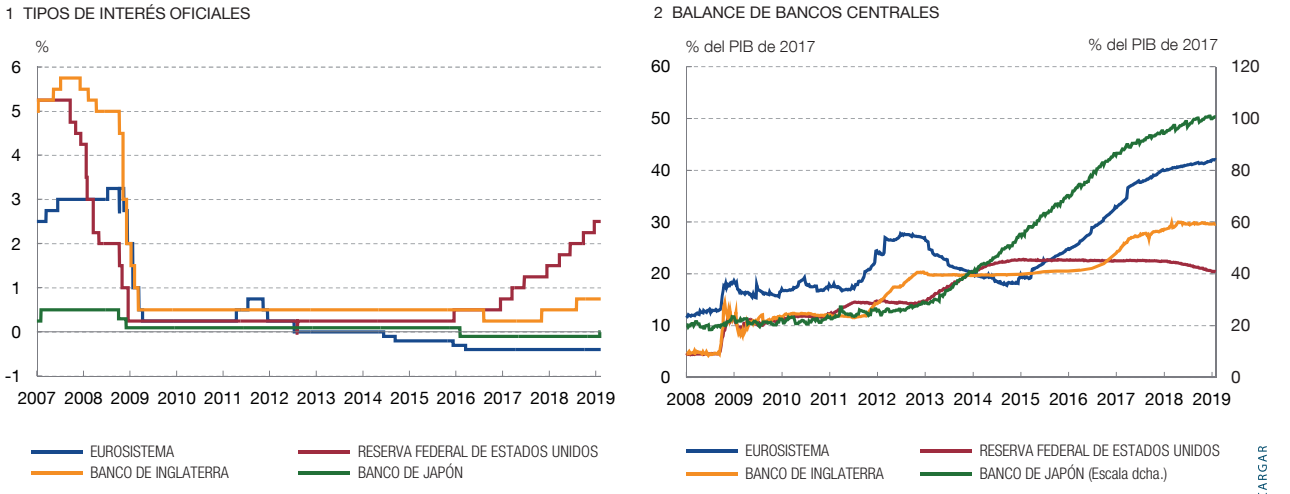
1 El límite inferior a los tipos de interés es consecuencia del hecho de que, si la remuneración de los depósitos es suficientemente negativa, los agentes económicos pueden preferir retirarlos en efectivo (con remuneración cero). El ELB es inferior a cero debido a los costes y riesgos intrínsecos asociados al almacenamiento de billetes (seguridad, riesgo de pérdida o robo, etc.).

2 Para un análisis detallado de la respuesta de la política monetaria a la crisis en el área del euro, véase Banco de España (2016).

Gráfico 3.1

LA CRISIS OBLIGÓ A LOS BANCOS CENTRALES A NAVEGAR EN «AGUAS DESCONOCIDAS»

Los principales bancos centrales redujeron sus tipos de interés a niveles cercanos a cero, o incluso negativos, al tiempo que aumentaron el tamaño de sus balances a través de programas de compra de activos.



DESCARGAR

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

para hacer frente a situaciones en que la política monetaria convencional se ve restringida por el ELB[3]. No obstante, en la medida en que persista el escenario de los últimos años, de inflación sistemáticamente inferior a las referencias de estabilidad de precios de medio plazo, puede resultar conveniente considerar estrategias de política monetaria alternativas al marco actual.

Asimismo, los bancos centrales se enfrentan al dilema de mantener el tamaño de sus balances en niveles similares a los actuales o de reducirlo hacia los niveles anteriores a la crisis. A corto plazo, las decisiones de los principales bancos centrales acerca de su balance (en particular, de sus actuales programas de compra de activos o de refinanciación bancaria) vendrán determinadas por la evolución de sus previsiones de inflación y crecimiento. A medio y a largo plazo, sin embargo, los bancos centrales se enfrentan a la decisión estratégica de mantener el tamaño de sus balances en los niveles actuales (o, al

3 En el caso del BCE, el final de las compras netas de su programa de adquisición de activos financieros (APP, por sus siglas en inglés), a finales de 2018, ha dado lugar a una nueva fase de reinversión de vencimientos de dichos activos, con el objetivo de mantener constante la cartera del programa y de prolongar en el tiempo el estímulo monetario de este. Tales reinversiones, junto con el *forward guidance* sobre la senda futura de sus tipos de interés, han pasado a ser las principales herramientas de estímulo del BCE. Para un análisis detallado del papel de ambas herramientas a la hora de proporcionar acomodación monetaria en el contexto actual, véase Arce, Nuño y Thomas (2019).

menos, sustancialmente superiores a los anteriores a la crisis global) o de devolverlos a tamaños consistentes con su tendencia anterior a la crisis. En paralelo, existe un debate sobre la composición adecuada de los activos y de los pasivos de dicho balance.

Los desafíos anteriores están siendo objeto de un incipiente debate sobre la configuración de la política monetaria en el medio y en el largo plazo, en lo que se ha llamado el «nuevo normal» *(new normal)* de la política monetaria tras la crisis. Este capítulo tiene por objetivo presentar las líneas maestras de dicho debate, incluidos los principales argumentos teóricos y empíricos.

El siguiente apartado profundiza en la problemática del escenario de los tipos de interés y las tasas de inflación persistentemente bajos y en cómo las autoridades monetarias pueden hacerles frente en el futuro. El apartado 3 aborda la cuestión del tamaño y de la composición del balance de los bancos centrales, y analiza diferentes argumentos a favor y en contra de mantener el tamaño en niveles similares a los actuales y la composición más deseable por parte tanto del activo como del pasivo. El último apartado presenta conclusiones y extrae algunas posibles lecciones de política monetaria de cara al futuro.

2 Estrategias de política monetaria en un entorno de bajos tipos de interés

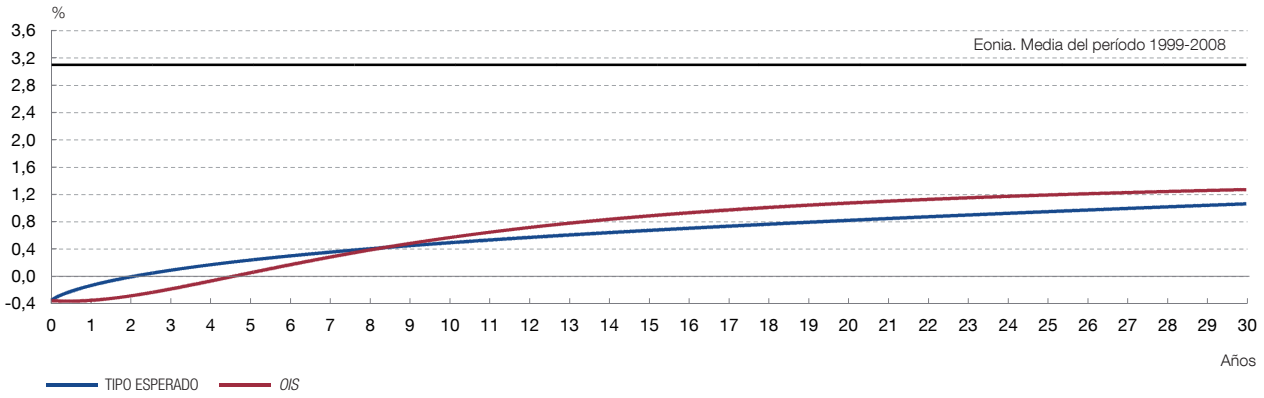
Los tipos de interés de los bancos centrales de las principales economías avanzadas se encuentran en niveles muy bajos, **y es probable que dicha situación persista durante un período prolongado.** En algunos casos, como el área del euro y Japón, los tipos se mantienen en sus mínimos históricos. En otros, como el Reino Unido y, sobre todo, Estados Unidos, los tipos de interés han experimentado cierta normalización, pero se encuentran aún en niveles relativamente moderados. De cara al futuro, la información contenida en la estructura temporal de los tipos de interés (o «curva de tipos») de las distintas monedas sugiere que, según las expectativas de los mercados, los tipos de interés a corto plazo continuarán en los próximos años en niveles sustancialmente inferiores a sus valores medios anteriores a la crisis económica (véase el gráfico 3.2 para el caso del área del euro). De confirmarse esta previsión, en los próximos años los tipos de interés de los bancos centrales oscilarán en torno a niveles más cercanos a sus respectivos límites inferiores. Esto implica que los bancos centrales tendrán menos espacio para recortar sus tipos de interés en respuesta a futuras crisis económicas. Este apartado analiza los posibles determinantes presentes detrás de los bajos tipos de interés, así como eventuales estrategias de política monetaria para aliviar la restricción que impone el ELB.

Gráfico 3.2

LOS MERCADOS ESPERAN UNOS TIPOS DE INTERÉS EN EL LARGO PLAZO MUY POR DEBAJO DE LA MEDIA HISTÓRICA

En el contexto de valores de renta fija, como, por ejemplo, los bonos emitidos por los Gobiernos, la curva de tipos es la relación entre el plazo de vencimiento del valor (por ejemplo, un mes, un año, dos años, etc.) y el rendimiento (anualizado) que ofrece a dicho plazo. En general, la curva de tipos refleja dos componentes: el «componente de expectativas» (es decir, el valor medio esperado del tipo de interés de corto plazo durante el horizonte respectivo) y la «prima de plazo», que refleja la compensación que exigen los inversores por el «riesgo de plazo», es decir, el riesgo de poseer un valor de renta fija de medio/largo plazo debido a las oscilaciones en su precio de mercado durante la vida de aquel. El gráfico sugiere que, en el caso del área del euro, los mercados esperan que el indicador eonia de rentabilidades a un día (considerado como el objetivo operativo implícito del BCE) se mantendrá en las próximas décadas en niveles inferiores al 1 %, claramente por debajo de la media de este indicador hasta el tercer trimestre de 2008 (3,1 %).

1 CURVA DE TIPOS DEL *OIS* (A 29.2.2019) Y COMPONENTE DE EXPECTATIVAS (a)



FUENTE: Banco de España.

a La curva *forward* instantánea del OIS (abreviatura en inglés de *Overnight Interest Swap)* se calcula a partir de los precios negociados en los contratos *swaps* del OIS, que representan el tipo de interés del eonia que debería darse en cada momento del futuro para que dichos contratos no impliquen pagos entre las partes. Las expectativas de tipos se han obtenido a partir de un modelo de estructura temporal de tipos de interés en el que los parámetros de la curva siguen una estructura de tipo ARFIMA.

DESCARGAR

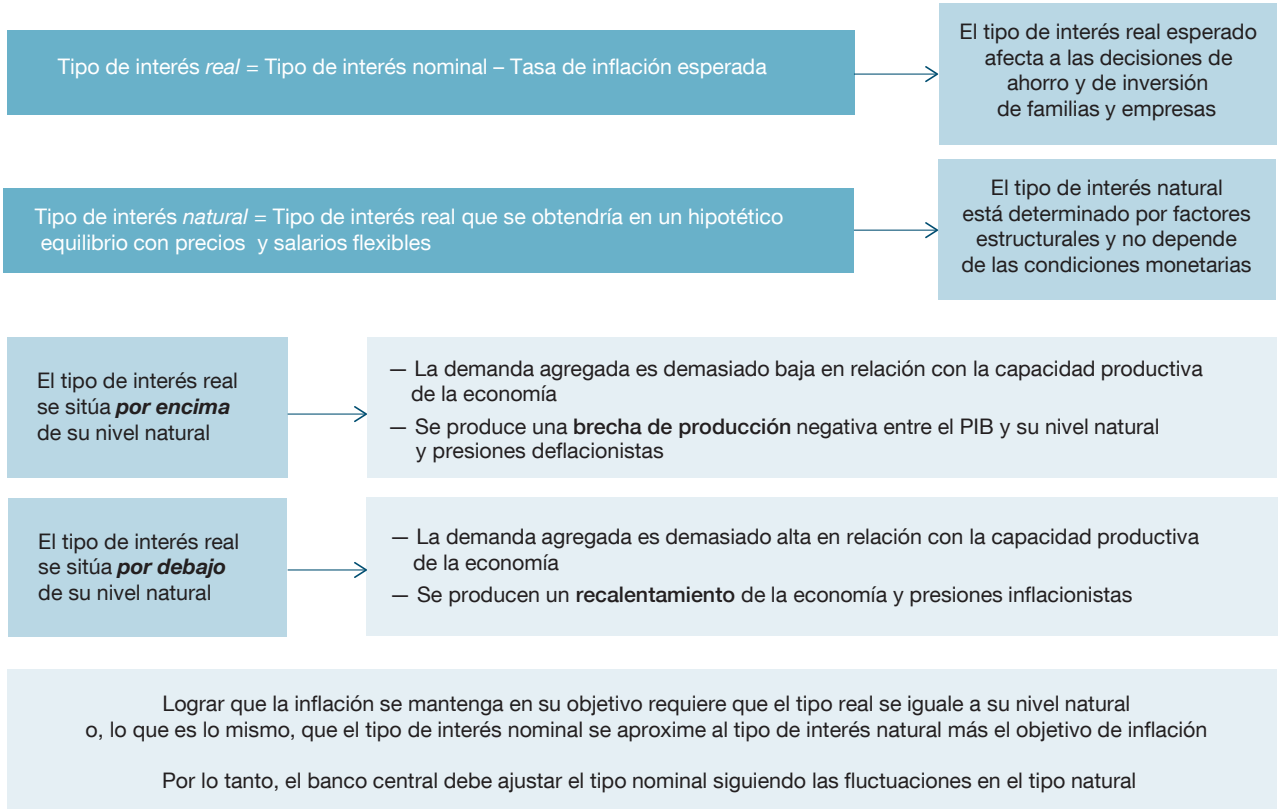
Para entender por qué los tipos de interés nominales se encuentran en niveles tan bajos, resulta útil considerar el concepto de *tipo de interés natural* (véase esquema 3.1). El tipo de interés relevante para las decisiones de ahorro y de inversión de familias y empresas es el tipo de interés real esperado, que es la diferencia entre el tipo de interés nominal y la tasa de inflación esperada. En el marco de los modelos macroeconómicos utilizados por la mayoría de los bancos centrales, basados en el paradigma neokeynesiano, el *tipo de interés natural* es el tipo de interés real que se obtendría en un hipotético equilibrio con precios y salarios flexibles (llamado también «equilibrio natural»). La importancia de este concepto radica en que, cuando el tipo de interés real se sitúa por encima de su nivel natural, la demanda agregada es demasiado baja en relación con la capacidad productiva de la economía; en otras palabras, se produce una «brecha de producción» negativa entre el PIB y su nivel «natural», lo que produce presiones deflacionistas; y, viceversa, cuando el tipo real se sitúa por debajo del natural, se producen un «sobrecalentamiento» de la economía y las consiguientes presiones inflacionistas. Así, lograr que la inflación se iguale a su objetivo en todo momento requiere que el tipo real se iguale siempre a su nivel natural; o, lo que es lo mismo, el tipo de interés nominal ha de igualarse al tipo de

Esquema 3.1

POLÍTICA MONETARIA Y TIPO DE INTERÉS NATURAL

En un régimen de *inflation targeting,* la política monetaria tiene como objetivo mantener la inflación a un cierto nivel. Para lograr esto, el banco central administra los tipos de interés nominales.

RELACIÓN ENTRE LOS TIPOS DE INTERÉS NOMINAL, REAL Y NATURAL



FUENTE: Banco de España.

interés natural más el objetivo de inflación, de forma que el banco central ajuste el tipo nominal siguiendo las fluctuaciones en el tipo natural[4].

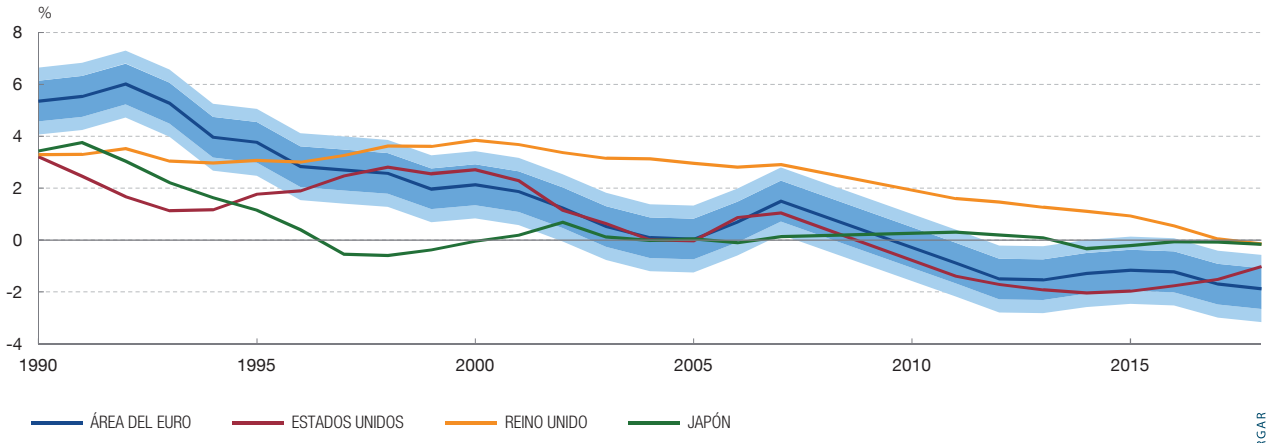
En general, las estrategias de política monetaria basadas en un objetivo de inflación tienen el tipo de interés natural estimado como una referencia relevante. En la realidad, la relación entre el tipo de interés, la demanda agregada y la inflación es mucho más compleja que en el modelo neokeynesiano estándar. Sin embargo, el tipo de interés natural representa una referencia relevante a la hora de determinar la política de tipos de interés de los bancos centrales. Así, los bancos centrales que han logrado estabilizar la inflación en torno a su objetivo han ajustado,

4 Para un análisis detallado del tipo de interés natural y de sus implicaciones para la política monetaria, así como para una descripción de la relación entre el tipo de interés natural y la inflación en el contexto del modelo neokeynesiano básico, véase Galesi, Nuño y Thomas (2017).

Gráfico 3.3

EVOLUCIÓN DEL TIPO DE INTERÉS NATURAL EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS AVANZADAS

El gráfico muestra la evolución del tipo de interés natural en las economías de Japón, Estados Unidos, el Reino Unido y el área del euro, incluyendo en el último caso las bandas de confianza de la estimación.



DESCARGAR

FUENTE: Banco de España, a partir del modelo de Fiorentini, Galesi, Pérez-Quirós y Sentana (2018). Las bandas para la zona del euro se refieren a niveles de confianza del 68 % y del 90 %.

en cierta medida, sus tipos de interés nominales en línea con la evolución estimada del tipo natural en sus respectivas economías[5]. En este sentido, el tipo natural es un determinante importante de la evolución de los tipos de interés nominales de referencia.

La mayor parte de las estimaciones del tipo de interés natural muestran una notable caída en el período reciente. Por definición, el tipo natural no es observable, pues se define en relación con un hipotético equilibrio con precios y salarios flexibles, que tampoco se observa en la práctica. Pero sí es posible estimar su evolución aproximada a partir de modelos econométricos (aunque con un notable grado de incertidumbre en la mayoría de los casos). En general, estos modelos encuentran que el tipo de interés natural ha experimentado una caída notable durante las últimas décadas, hasta situarse en niveles históricamente bajos —e incluso *negativos*—[6].

A modo de ejemplo, el gráfico 3.3 muestra la evolución del tipo natural para las principales economías avanzadas, estimada mediante uno de estos modelos (véase el recuadro 3.1 para una descripción de dicho modelo y de sus estimaciones del tipo de interés natural en diversas economías avanzadas). En el caso del área del euro, es probable que el tipo natural se encuentre en la actualidad en niveles negativos

5 Véase, por ejemplo, Cúrdia, Ferrero, Ng y Tambalotti (2015).

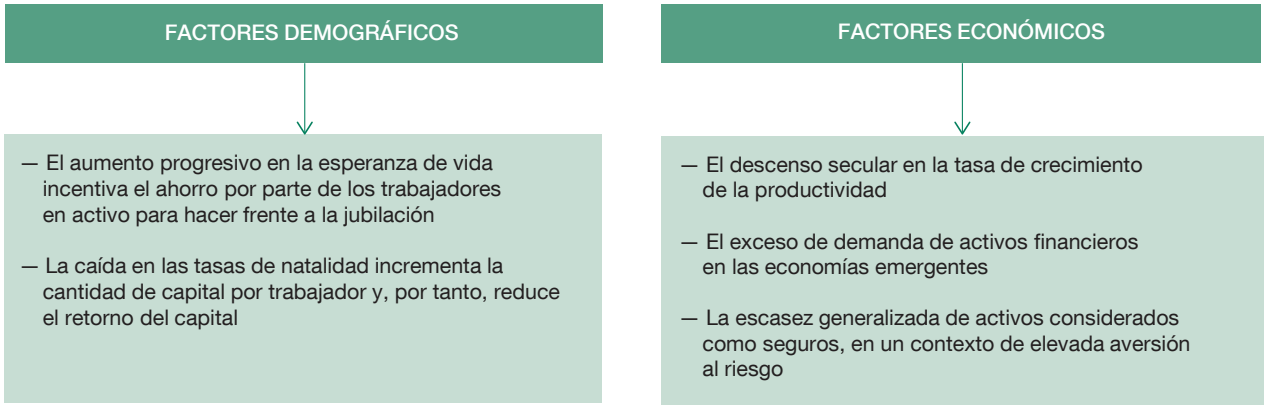
6 Holston, Laubach y Williams (2017), por ejemplo, estiman que el tipo natural en 2016 se encontraba en niveles positivos pero muy cercanos a cero en Estados Unidos, y negativos en el área del euro. Brand, Bielecki y Penalver (2018) presentan diversas estimaciones que arrojan resultados semejantes.

Esquema 3.2

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL TIPO DE INTERÉS NATURAL

El tipo natural no es observable, por lo que se estima a partir de modelos econométricos. El gráfico 3.3 muestra la evolución del tipo natural para las principales economías avanzadas estimada mediante uno de estos modelos (véase el recuadro 3.1 para una descripción de dicho modelo). En los últimos años, el tipo de interés natural se ha ido reduciendo y, en el caso del área del euro, se encontraría actualmente en niveles negativos.

FACTORES PRESENTES DETRÁS DE LA CAÍDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS NATURALES



FUENTE: Banco de España.

—e incluso inferiores al –1 %—. De continuar en esta situación, y dada la referencia del BCE para la tasa de inflación a medio plazo (concretamente, inferior —pero cercana— al 2 %), el tipo de interés nominal de la política monetaria convergiría en el futuro a niveles medios inferiores al 1 % y dejaría relativamente poco espacio para recortes de tipos de interés en respuesta a futuras crisis. En el caso del área del euro, si bien la política de tipos del BCE ha demostrado que la cota inferior de estos no es cero, sino un número negativo[7], es razonable pensar que dicha cota no se encuentra alejada del nivel actual del tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE [–40 puntos básicos (pb)]. Esto implica que, partiendo de un nivel inferior al 1 %, el espacio para recortar tipos de interés sería, seguramente, inferior a 150 pb.

La literatura económica ha señalado varios motivos por los que el tipo natural habría caído de forma sostenida durante las últimas décadas (véase esquema 3.2)[8]. Numerosos estudios coinciden en señalar el papel fundamental del envejecimiento en las economías avanzadas, el cual se analiza en el capítulo 4. Concretamente, factores como el aumento progresivo de la esperanza de vida y la caída de las tasas

7 En particular, el ELB es inferior a cero debido a los costes y a los riesgos asociados al almacenamiento de billetes (seguridad, riesgo de pérdida o robo, etc.).

8 Véase Summers (2014) para una discusión seminal sobre los posibles determinantes de la caída del tipo de interés natural y las implicaciones para la política monetaria en relación con la cota inferior de los tipos de interés. Para dos análisis extensivos sobre el tipo de interés natural y los determinantes de su evolución histórica, véanse Rachel y Smith (2015) y Brand, Bielecki y Penalver (2018).

de natalidad habrían empujado a la baja el tipo de interés real. El aumento de la esperanza de vida incentiva el ahorro por parte de los trabajadores en activo para hacer frente a la jubilación, mientras que la caída de la natalidad incrementa la cantidad de capital por trabajador y, por tanto, reduce el retorno del capital. El resultado de ambos factores sería una reducción en el rendimiento real del ahorro[9]. Otros autores atribuyen la caída del tipo natural a una caída secular de la tasa de crecimiento de la productividad, al exceso de demanda de activos financieros en las economías emergentes o a una escasez generalizada de activos considerados seguros, en un contexto de elevada aversión al riesgo, motivada, en parte, por la última crisis financiera global[10].

Algunos factores determinantes de los bajos tipos de interés actuales podrían tener naturaleza temporal. Existe la posibilidad de que parte de la caída (reciente) del tipo natural pudiera ser un fenómeno de naturaleza temporal, aunque previsiblemente persistente, ligado al proceso de reducción de deuda (privada) originado por la crisis financiera y a la consiguiente escasez de demanda de crédito. A medida que dicho proceso vaya concluyendo y dé lugar a una nueva expansión del crédito y de la inversión, el tipo natural podría retomar valores más elevados que los actuales[11].

De cara al futuro, la evolución de los factores mencionados desempeñará igualmente un papel fundamental sobre la senda del tipo de interés natural. En el caso de factores como el crecimiento de la productividad o la escasez de activos seguros, existe una notable incertidumbre acerca de su dinámica futura. Más predecibles resultan, sin embargo, los desarrollos demográficos, donde las perspectivas para las economías avanzadas son, en general, adversas y apuntan a caídas adicionales del tipo natural durante las próximas décadas[12]. El recuadro 3.2 utiliza un modelo macroeconómico para simular la senda futura del tipo natural en el área del euro, condicionada a una evolución de los patrones demográficos del modelo consistente con la observada en años recientes, así como con diversas proyecciones oficiales[13]. Este análisis —que, por su propia naturaleza, está sujeto a

9 Para una modelización de los efectos demográficos sobre el tipo natural, véanse Eggertsson y Mehrotra (2014), Eggertsson, Mehrotra y Robbins (2019) y Carvalho, Ferrero y Nechio (2016).

10 Respecto a la caída secular en la productividad, véase Gordon (2015). El exceso de demanda de activos financieros en las economías emergentes se discute, por ejemplo, en Bernanke (2005) y en Caballero, Farhi y Gourinchas (2008). La escasez de activos seguros se analiza en Caballero y Farhi (2017). Si bien es difícil cuantificar la importancia relativa de cada uno de estos factores, es importante resaltar que la demografía no es suficiente para explicar la evolución de los tipos de interés naturales, ya que para países con menores tasas de natalidad y poblaciones más envejecidas, como Japón, suelen estimarse tipos naturales similares a los de otras economías con dinámicas demográficas más favorables, como Estados Unidos.

11 Véase Rogoff (2015).

12 Para un análisis de la evolución prospectiva de determinantes teóricos del tipo natural, como la demografía y el crecimiento de la productividad, véase Jimeno (2015).

13 En particular, emplea el modelo de Basso y Rachedi (2018).

un elevado grado de incertidumbre— sugiere que el deterioro de las perspectivas demográficas habría reducido el tipo natural en cerca de 2 puntos porcentuales (pp) desde 2007 y que podría reducirlo en casi 1 pp más hasta 2030.

En la medida en que los tipos naturales permanezcan en niveles bajos, la política monetaria tendrá menos espacio que en el pasado para recortar tipos de interés en respuesta a futuras perturbaciones adversas. Del análisis anterior se deriva que, si la caída de los tipos naturales no se revierte o se agudiza en el futuro, los tipos de interés de los bancos centrales tenderán a oscilar en torno a niveles más bajos y, por tanto, más cercanos a su ELB. El banco central no puede disminuir los tipos de interés por debajo del ELB, ya que, por la propia definición del ELB, llevaría a los agentes económicos a retirar sus depósitos en efectivo de forma generalizada (con el consiguiente impacto negativo sobre el sistema financiero). Esto podría representar un obstáculo importante sobre la capacidad estabilizadora de los instrumentos tradicionales de política monetaria. Cuando, en una situación de baja inflación (fruto, por ejemplo, de una recesión económica), el banco central no puede recortar más su tipo de interés, al encontrarse este en su límite inferior, los tipos de interés reales tienden a situarse por *encima* de su nivel natural, lo que genera presiones deflacionistas que elevan aún más los tipos reales. Esto, a su vez, tiende a deprimir la demanda agregada y a reducir aún más la inflación, y hace todavía más difícil su retorno al objetivo de la autoridad monetaria[14].

En los últimos años se está produciendo un intenso debate acerca de cómo podría modificarse la estrategia básica de política monetaria para reducir la incidencia del ELB de los tipos de interés (véase esquema 3.3). En la mayoría de las economías avanzadas, la estrategia de política monetaria se basa en la existencia de un objetivo numérico de inflación (lo que se conoce como *inflation targeting)*[15]. Algunos autores consideran que los nuevos instrumentos adoptados durante la crisis reciente por los bancos centrales, como los programas de compra de activos a gran escala o el *forward guidance,* hacen que el límite inferior efectivo de los tipos de interés no sea un problema tan acuciante, y permitirían mantener el marco actual de política monetaria sin grandes cambios[16]. Con todo, como se explica a continuación, la discusión se ha centrado, en general, en plantear modificaciones en aspectos clave de la actual estrategia.

Una primera posibilidad es elevar el objetivo numérico de inflación. Aumentar el objetivo de inflación, desde el 2 % vigente en las principales economías avanzadas hasta, por ejemplo, el 3 % o el 4 %, tendría la virtud de elevar el tipo de interés

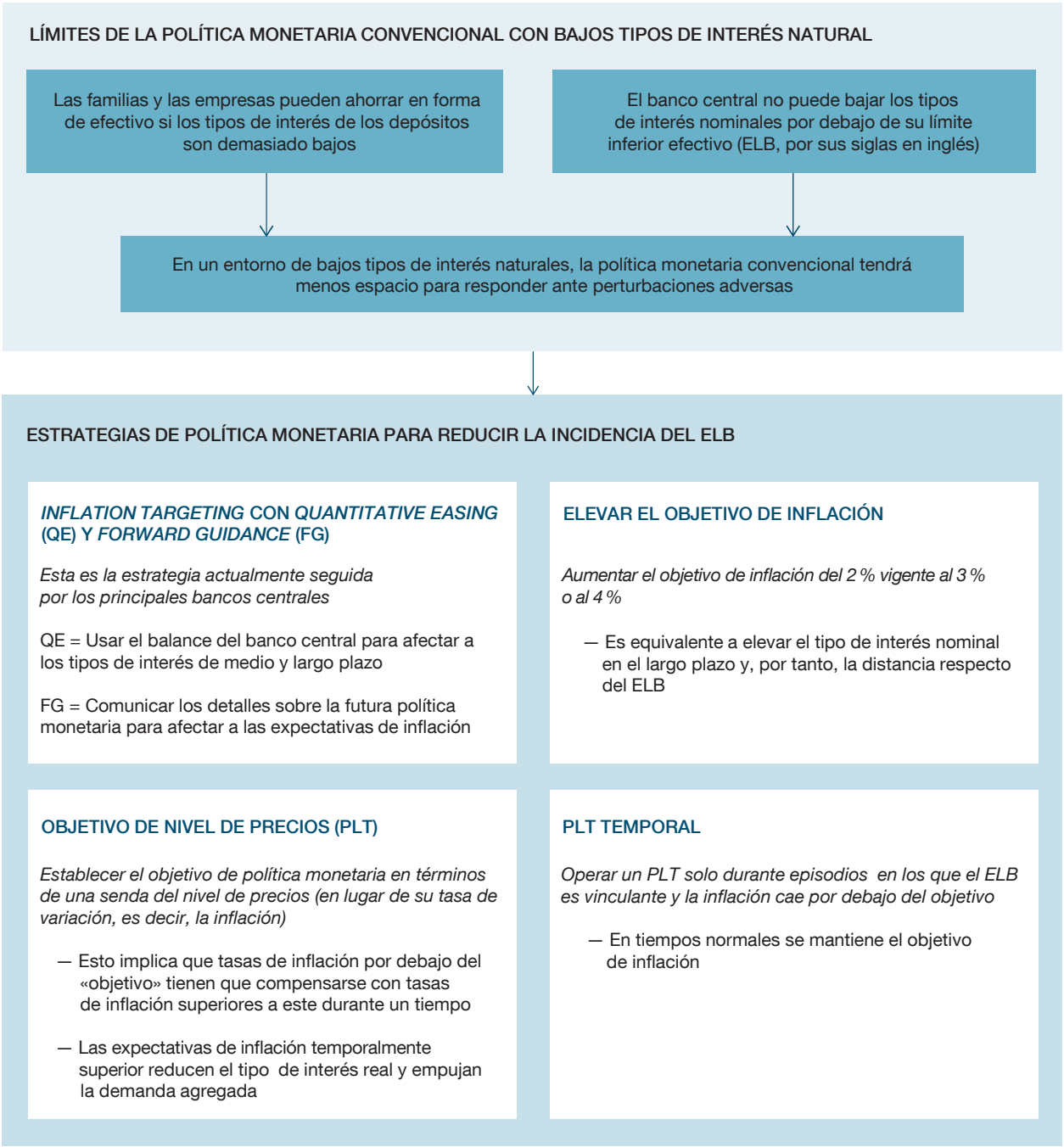
14 Además de la caída en el tipo natural y de la restricción del ELB, existen otros factores estructurales que estarían presionando a la baja la inflación en el área del euro y en otras economías avanzadas. Para un análisis detallado de estos factores estructurales, véase el capítulo 2 del presente Informe.

15 En algunos casos, como en la Reserva Federal de Estados Unidos, existe un mandato dual, que, además de la estabilización de la inflación, exige la consecución del pleno empleo.

16 Véase, por ejemplo, Swanson (2018).

Esquema 3.3

ESTRATEGIAS DE POLÍTICA MONETARIA EN UN ENTORNO DE BAJOS TIPOS DE INTERÉS



FUENTE: Banco de España.

nominal en el largo plazo y, por tanto, la distancia respecto del ELB[17]. De hecho, la actual referencia del 2 % se determinó en muchos casos en un momento en el que los tipos de interés venían fluctuando en torno a niveles sustancialmente más altos

17 Véanse, por ejemplo, Blanchard, Dell'Ariccia y Mauro (2010) y Ball (2014).

que los actuales y, por tanto, más alejados de su límite inferior, de forma que el objetivo elegido implicaba *a priori* suficiente espacio para recortar tipos de interés en caso necesario[18]. Esta última consideración ha quedado ampliamente cuestionada por la experiencia de los últimos años y por la evidencia señalada anteriormente acerca de la caída secular en el tipo de interés natural.

No obstante, elevar el objetivo de inflación no está exento de costes ni de distorsiones, lo que hace que el nivel óptimo de inflación sea objeto de intenso debate. En el modelo neokeynesiano estándar, en ausencia de la restricción del ELB, el objetivo de inflación óptimo es cero, ya que inflaciones distintas de cero generan distorsiones debidas a la dispersión ineficiente en los precios relativos de los distintos bienes de consumo[19]. Una vez que se tiene en cuenta la posibilidad de que la política monetaria se vea restringida por el ELB, es posible justificar objetivos de inflación positivos. Estudios de este tipo realizados en el pasado prescribían tasas de inflación relativamente bajas, típicamente inferiores al 2 %[20]. Sin embargo, trabajos más recientes han puesto en duda este resultado, con varios argumentos. En primer lugar, los modelos empleados tienden a sobrestimar el impacto de la inflación sobre la dispersión en los precios relativos respecto a lo observado en los datos microeconómicos[21]. En segundo lugar, la tasa de inflación óptima depende del nivel del tipo de interés natural, de manera que niveles del tipo natural más bajos conllevan tasas de inflación óptimas mayores para generar más margen de actuación respecto al ELB. Los estudios recientes que tienen en cuenta tanto la evidencia empírica sobre dispersión de precios como la caída reciente del tipo natural tienden a prescribir objetivos de inflación por encima de los actuales[22].

Además de los derivados de la dispersión de precios, existen otros costes relacionados con un alza en el objetivo de inflación. Estos costes incluyen el aumento tanto en el coste de oportunidad *(i. e.,* el tipo de interés nominal) de las tenencias de dinero en efectivo como en las distorsiones derivadas de los impuestos y subsidios no indiciados a la inflación[23]. Por otro lado, un aumento del nivel medio de inflación podría producir una inflación más volátil y, en última instancia, un

---

18 En el caso del BCE, en 2003 la decisión de fijar un objetivo «inferior al, pero cerca del, 2 %» se basó en un análisis que ponderaba los beneficios de una inflación más alta, en términos de aliviar la restricción del ELB frente a los costes asociados [BCE (2003)]. Dicho análisis se basaba en el supuesto de un tipo de interés natural de entre el 2 % y el 3 %, muy superior, por tanto, a las estimaciones actuales del tipo natural en el área del euro (véase, de nuevo, el gráfico 3.3).

19 Véase Woodford (2003).

20 Véase, por ejemplo, Coibion, Gorodnichenko y Wieland (2012).

21 Véase, por ejemplo, Nakamura, Steinsson, Sun y Villar (2018) para un análisis empírico de los costes de la inflación.

22 Por ejemplo, Blanco (2018) encuentra que la tasa de inflación óptima se hallaría en el entorno del 3 %. Andrade, Galí, Le Bihan y Matheron (2018) estudian el objetivo óptimo de inflación como función del tipo de interés natural de largo plazo.

23 Véase, por ejemplo, Feldstein (1997).

desanclaje de las expectativas de inflación[24]. En cualquier caso, elevar el objetivo de inflación obliga a soportar los costes de una mayor inflación en todo momento, incluso en situaciones en las que los tipos de interés se encuentran lejos del ELB, lo cual resulta ineficiente en comparación con otras estrategias que solo implican inflaciones relativamente altas en torno a episodios de ELB vinculante y que se discuten a continuación.

Otra opción que está siendo analizada por académicos y banqueros centrales consiste en reemplazar la tasa de inflación por el *nivel de precios* como variable objetivo [el llamado *price-level targeting* (PLT)][25]. Para entender el funcionamiento de esta estrategia, conviene considerar una situación en la que el nivel de precios cae por debajo de la tendencia que se traza como objetivo para esta variable o, lo que es lo mismo, en la que la tasa de inflación cae temporalmente por debajo de la tasa coherente con dicha tendencia.

Este sería el caso típico en un escenario como el de los últimos años, en el que, fruto de una recesión suficientemente severa, los tipos de interés se ven restringidos temporalmente por el ELB y el banco central se enfrenta a dificultades para evitar una caída de la inflación por debajo de su «objetivo» (entendido aquí como la tasa de incremento de la senda objetivo en torno a la cual se desea estabilizar el nivel de precios). Dado que el régimen del PLT exige el retorno del nivel de precios a la senda anunciada, la desviación negativa de la inflación respecto del objetivo tiene que compensarse posteriormente con tasas de inflación *superiores* al objetivo durante un tiempo (véase gráfico 3.4). Esto contrasta con el caso de *inflation targeting,* en el que dicha compensación no es necesaria una vez la inflación ha retornado a su objetivo. Mientras los tipos de interés se hallen constreñidos por el ELB, una estrategia de PLT generaría de forma automática *expectativas* de inflación alta en el futuro, necesaria para devolver la senda de precios a su tendencia objetivo. Tales expectativas reducirían los tipos de interés reales, lo cual estimularía la demanda agregada y acortaría, por tanto, la duración del propio episodio del ELB[26].

Al operar a través de las expectativas de los agentes, la efectividad de la estrategia del PLT descansa de forma crucial en su credibilidad. La operativa

---

24 Véase, por ejemplo, Ascari, Florio y Gobbi (2017). Un desafío adicional de elevar el objetivo de inflación está relacionado con la credibilidad de este en el actual entorno de baja inflación. En un entorno caracterizado por tasas de inflación persistentemente por debajo de la referencia del 2 % en el área del euro y otras economías avanzadas, los agentes económicos pueden dudar de la capacidad de los bancos centrales de alcanzar objetivos de inflación más altos, lo que podría dificultar la propia consecución del nuevo objetivo.

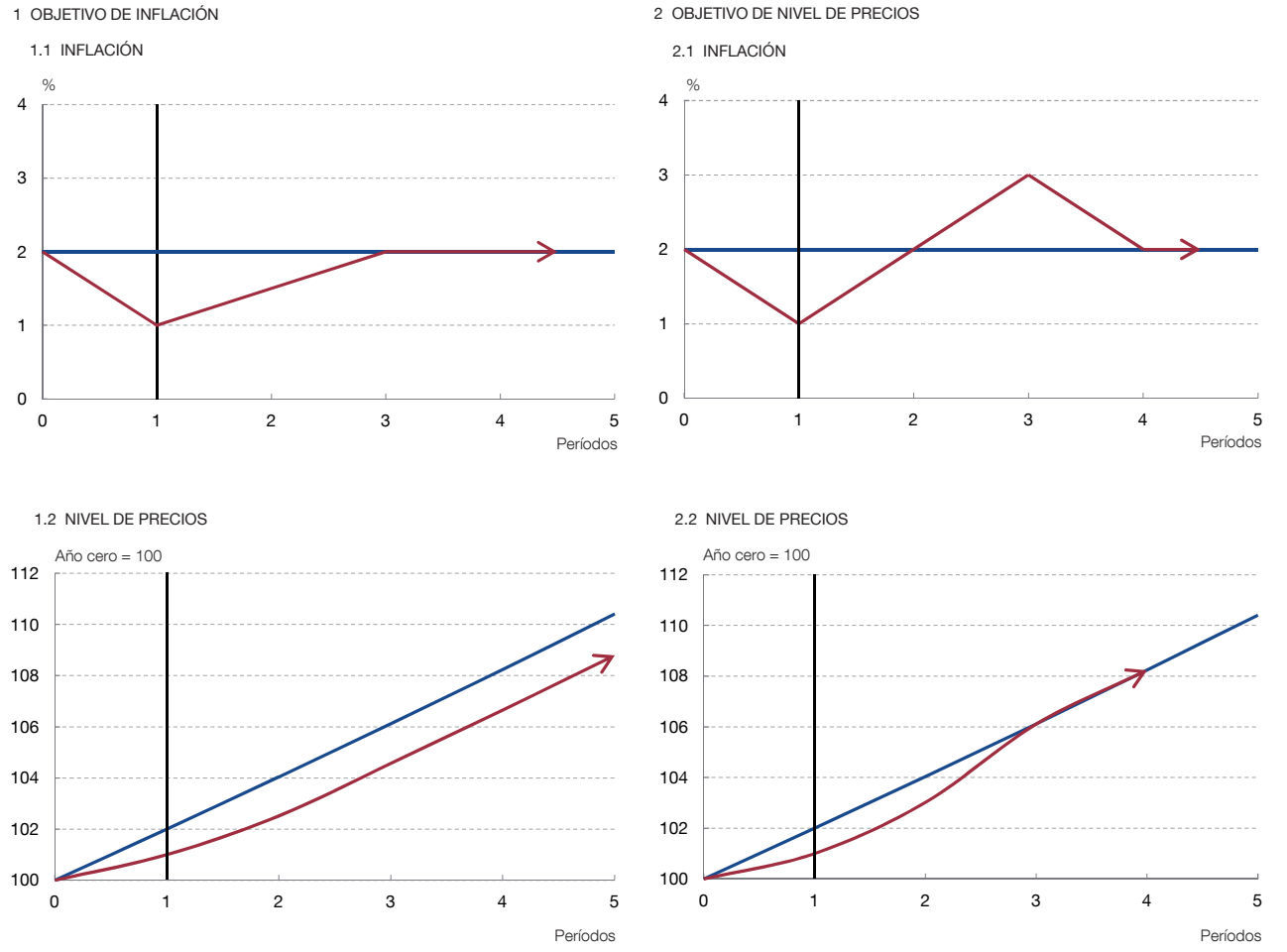
25 Para una discusión de la estrategia de PLT, véase, por ejemplo, Williams (2017).

26 Las ventajas estabilizadoras del PLT se ven refrendadas por el hecho de que, en el modelo neokeynesiano estándar, una estrategia de PLT flexible (que permita desviaciones temporales respecto de la senda objetivo y, al mismo tiempo, tenga en cuenta también la estabilización del *output gap)* es muy similar a la política monetaria óptima, y en particular a la óptima en un contexto de ELB vinculante. Véase, a este respecto, Eggertsson y Woodford (2003).

Gráfico 3.4

¿OBJETIVO DE PRECIOS O DE INFLACIÓN?

Descripción de las diferencias entre una estrategia de objetivo de inflación *(inflation targeting)* y otra de objetivo de nivel de precios *(price-level targeting)*. El gráfico muestra cómo deberían reaccionar la inflación y los precios ante una caída inesperada de la inflación en el año 1.



DESCARGAR

FUENTE: Banco de España.

del PLT implica que períodos con inflación superior al objetivo serán compensados en el futuro con inflaciones inferiores a aquel. En la medida en que esto último exija, en determinadas circunstancias, una política monetaria contractiva con consecuencias negativas para la producción y el empleo, la credibilidad de dicho compromiso puede quedar en cuestión. Haciéndose eco de esta crítica, algunos autores han propuesto aplicar un régimen de «PLT temporal» o asimétrico, que solo se emplearía en episodios en los que la inflación cayera por debajo de su objetivo como consecuencia de un episodio con un ELB vinculante. De este modo, el banco central se comprometería a mantener una inflación superior al objetivo en el futuro, hasta que el nivel de precios convergiera a la senda previa a dicho

episodio[27]. En tiempos «normales», este régimen funciona como un sistema de *inflation targeting* convencional[28].

El recuadro 3.3 utiliza un modelo macroeconómico para simular los efectos de las estrategias anteriormente descritas, en un contexto en el que, como consecuencia de perturbaciones negativas recurrentes, la política monetaria se ve restringida de forma frecuente por el ELB[29]. El análisis muestra que elevar el objetivo de inflación, efectivamente, puede reducir tanto la frecuencia y la duración de los episodios de ELB vinculante como las pérdidas de actividad económica asociadas a dichos episodios. No obstante, según se ha comentado antes, esta estrategia no está exenta de costes. Por el contrario, un régimen de PLT logra beneficios similares a los de elevar el objetivo de inflación, sin incurrir en los costes asociados a esta última estrategia. La estrategia de PLT *temporal* opera de forma muy similar a un PLT permanente en torno a períodos de ELB vinculante, pero fuera de estos se comporta de forma similar al régimen actual de *inflation targeting,* lo que da lugar a un cierto sesgo inflacionario en promedio. Por último, se muestra que políticas de expansión del balance mediante compras de activos, con un tamaño comparable al de los programas implementados en el Eurosistema, pueden reducir también la frecuencia y la severidad de los episodios de ELB vinculante.

En definitiva, la estrategia actual de política monetaria, con objetivos de inflación del 2 % en la mayoría de las economías avanzadas, se enfrenta a un desafío creciente en relación con la restricción del límite inferior a los tipos de interés. Las medidas no convencionales de política monetaria aplicadas desde 2008 (expansión del balance, *forward guidance,* etc.) pueden contribuir a aliviar los efectos de dicha restricción en futuras crisis. Sin embargo, en la medida en que continúe el aparente proceso de caída de los tipos de interés naturales (como consecuencia de desarrollos demográficos adversos y de otros factores estructurales mencionados anteriormente) y, por tanto, el ELB se convierta en un impedimento cada vez más frecuente para la política monetaria, puede ser necesario plantear posibles cambios en la estrategia básica de los bancos centrales. En el caso del área del euro, la evidencia mostrada acerca del tipo de interés natural y las proyecciones sobre su evolución futura sugieren que, a corto plazo, puede ser necesario abrir un debate acerca de posibles cambios en la estrategia de política monetaria del BCE.

---

27 Véase Bernanke (2017b).

28 Es importante destacar que el régimen de PLT temporal puede plantear desafíos importantes respecto a su implementación y, especialmente, a su comunicación, en la medida en que alterna dos estrategias distintas *(inflation targeting* —IT— y PLT*)* en función de si los tipos de interés se encuentran o no en el ELB.

29 El modelo se basa en el trabajo de Almeida, Hurtado y Rachedi (2019), que construyen un modelo de equilibrio general de una unión monetaria con dos regiones (España y el resto del área del euro). El modelo está estimado econométricamente con datos de ambas regiones, lo cual lo hace especialmente apropiado para realizar un análisis cuantitativo de los efectos de distintas políticas económicas.

Independientemente de la posibilidad de cambiar la estrategia de política monetaria, una opción para hacer frente al problema del ELB es la emisión de dinero digital por los bancos centrales, unida a la progresiva desaparición del efectivo. La emisión de dinero digital por los bancos centrales (CBDC, por sus siglas en inglés) implicaría extender a otros agentes económicos la posibilidad que ya tienen hoy las entidades de crédito y el sector público de mantener depósitos en el banco central: empresas financieras no bancarias, empresas no financieras y familias. En una economía sin efectivo, el tipo de interés del CBDC sería el que marcase el suelo de los tipos de interés[30]. En esta hipotética situación, el banco central no estaría constreñido por el ELB, por lo que podría, en principio, reducir los tipos de interés por debajo de cero en la medida en que fuese necesario. No obstante, la introducción del CBDC podría plantear problemas de distinta naturaleza, incluidos algunos —de magnitud potencialmente elevada— relativos a la estabilidad financiera. En este escenario, los bancos comerciales experimentarían, en mayor o menor medida, salidas de depósitos hacia el banco central, lo que les obligaría a recurrir a fuentes de financiación más costosas —que disminuirían su rentabilidad— y posiblemente más volátiles —lo que podría aumentar la probabilidad y la severidad de las crisis financieras—.

En todo caso, elevar el tipo natural es responsabilidad, principalmente, de las políticas estructurales. Para concluir este apartado, es importante resaltar el papel que el resto de las políticas pueden desempeñar en relación con el tipo natural. Como se ha señalado antes, este depende en gran medida de la evolución demográfica y del crecimiento de la productividad. Dado que el primer factor difícilmente puede revertirse a corto plazo, la posibilidad de aumentar el tipo natural descansa, en gran medida, en lograr un mayor crecimiento de la productividad. Por ello, reformas estructurales y políticas de oferta que alcancen este objetivo son especialmente recomendables en el contexto actual, puesto que otorgarían un mayor margen de actuación a la política monetaria[31].

La política fiscal también puede aliviar los efectos del ELB vinculante. En cuanto a esta, cabe considerar dos cuestiones: sus efectos en una situación en la que la economía se encuentra en una trampa de la liquidez y su eficacia para aumentar el tipo de interés natural. En relación con lo primero, la literatura económica ha enfatizado que la eficacia de la política fiscal es mayor cuando la política monetaria está constreñida por el ELB. El motivo es que los efectos inflacionarios de una expansión fiscal no se ven contrarrestados por subidas de tipos de interés, ya que, durante el episodio de ELB vinculante, la autoridad monetaria querría, precisamente, reducir aún más el tipo de interés. Además, en el

30 Existen otras propuestas de CBDC en las que este no es remunerado. Para una discusión sobre el impacto del CBDC en la conducción de la política monetaria, véase Nuño (2018).

31 Andrés, Arce y Thomas (2017) analizan el papel de las reformas estructurales a la hora de proporcionar un estímulo macroeconómico, en un contexto en el que la política monetaria no puede producirlo.

contexto de una unión monetaria, expansiones fiscales en parte de esta pueden tener importantes efectos *spillover* positivos sobre el resto[32]. Por otro lado, en la medida en que los bajos tipos de interés reflejen una escasez de activos seguros, expansiones fiscales financiadas con un aumento de la deuda pública pueden aumentar el tipo de interés natural, siempre y cuando dicha deuda siga siendo percibida como segura (requisito que puede limitar, en la práctica, la posibilidad de aumentar el tipo natural por esta vía)[33].

3 El tamaño y la composición del balance del banco central

Las políticas de expansión cuantitativa han dado lugar a un aumento sin precedentes del tamaño del balance de los bancos centrales. En el caso del área del euro, el balance del Eurosistema ha aumentado desde el 13 % del PIB en 2006 hasta el 41 % a finales de 2018. Por el lado de los activos, la expansión del balance ha reflejado un aumento de la tenencia de activos relacionados con la política monetaria; primero, en forma principalmente de operaciones de refinanciación a largo plazo (LTRO, por sus siglas en inglés) de los bancos y, a partir de comienzos de 2015, sobre todo en forma de compras de valores financieros a gran escala a través del programa APP. Por el lado del pasivo, estas operaciones se han traducido en una expansión del exceso de reservas bancarias, es decir, la liquidez depositada por los bancos comerciales del área del euro en el BCE y en las entidades del Eurosistema (véase gráfico 3.5.2). Este último fenómeno ha sido común en el resto de los bancos centrales de las principales economías avanzadas[34].

Antes de la crisis, el BCE instrumentaba su política monetaria mediante un «sistema pasillo». Desde el comienzo de sus operaciones, el BCE ha guiado los tipos de interés de la economía influyendo en el tipo de interés a corto plazo del mercado interbancario. En particular, el índice eonia *(Euro OverNight Index Average)* de tipos de interés de préstamos a un día es habitualmente considerado como el objetivo operativo implícito del BCE. Como se observa en el gráfico 3.5.1,

---

32 Esto es particularmente cierto para estímulos fiscales basados en aumentos del gasto público, al ser más inflacionarios que reducciones comparables en los impuestos. Véanse Christiano, Eichenbaum y Rebelo (2011), Woodford (2011) y Eggertsson (2011) para un análisis de la efectividad de expansiones fiscales cuando los tipos de interés se encuentran en el ELB; y Blanchard, Erceg y Lindé (2016) y Arce, Hurtado y Thomas (2016) para un análisis de dicha efectividad y los *spillovers* asociados en el contexto de una unión monetaria.

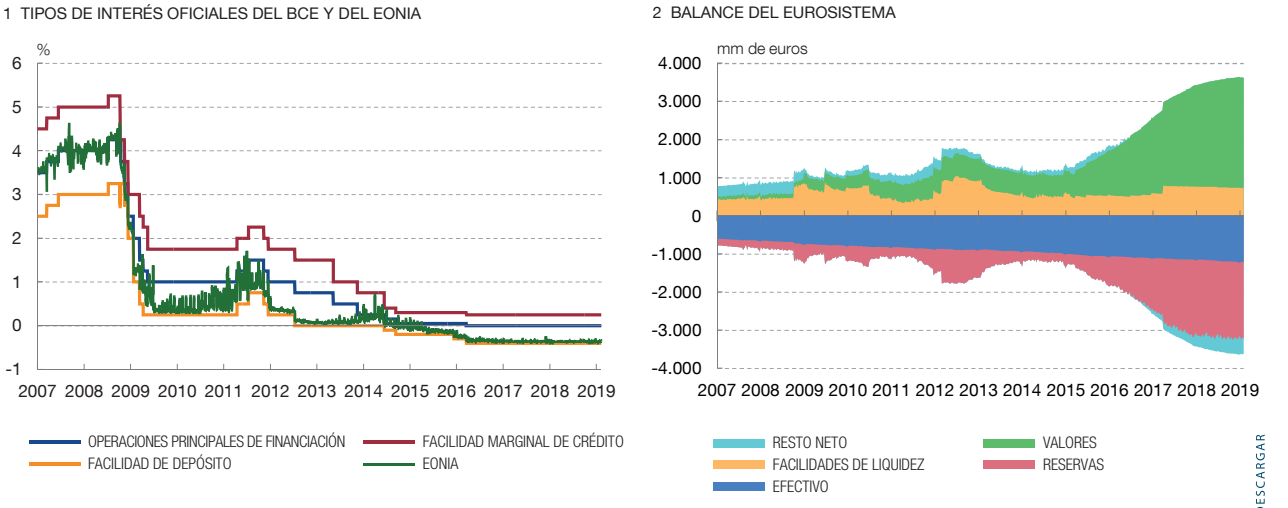
33 Véase, por ejemplo, Caballero, Farhi y Gourinchas (2017). Según Jimeno (2015), una política fiscal demasiado expansiva, en un contexto de elevada deuda pública y de dudas sobre las transferencias futuras a recibir del sistema de pensiones, puede llevar a los hogares a aumentar su ahorro, lo que ejercería presión a la *baja* sobre el tipo de interés de equilibrio.

34 Véase, por ejemplo, Reis (2016).

Gráfico 3.5

EL BCE HA PASADO DE OPERAR EN UN SISTEMA PASILLO A HACERLO EN UN SISTEMA SUELO

El aumento en el balance del Eurosistema ha llevado al BCE a pasar de un sistema pasillo, con el eonia en el centro de la banda formada por el tipo de interés de las facilidades de crédito y de depósito, a un sistema suelo, en el que el eonia está pegado a esta última.



FUENTES: Datastream y Banco Central Europeo.

antes de 2008 el eonia oscilaba dentro del pasillo formado por los tipos de interés de las facilidades de crédito y de depósito del BCE, es decir, los tipos de interés a los que el BCE permite a los bancos comerciales del área del euro pedir prestado a un plazo de un día o depositar sus reservas, respectivamente. En efecto, ambos tipos constituyen el techo y el suelo, respectivamente, del rango de variación del eonia, ya que los bancos no tienen incentivos para pedir prestado a un tipo superior —ni para prestar a un tipo inferior— al que pueden obtener del BCE a idéntico plazo[35]. En un contexto en que el exceso de reservas (respecto del requisito regulatorio) era muy escaso, el eonia fluctuaba cerca del punto medio del pasillo, de ahí que este régimen se conociera como «sistema pasillo».

La expansión del volumen de reservas ha hecho que el BCE haya pasado a emplear un sistema suelo, como la mayoría de los principales bancos centrales en la actualidad. El aumento del volumen de reservas y el consiguiente incremento del exceso de liquidez en el mercado interbancario han hecho que el eonia y otros indicadores similares de rentabilidades interbancarias a muy corto plazo hayan

35 Un instrumento adicional del BCE es el tipo de interés de las operaciones principales de refinanciación (MRO, por sus siglas en inglés), que típicamente es igual al punto medio del rango formado por los tipos de las facilidades de crédito y de depósito. Las MRO son préstamos a una semana que se subastan también de forma semanal, al contrario que los préstamos a un día de la facilidad marginal de crédito, que están disponibles de forma permanente en los días laborables.

pasado a cotizar en niveles muy cercanos al tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE (DFR, por sus siglas en inglés), que es la remuneración mínima que están dispuestos a aceptar los bancos prestamistas (véase gráfico 3.5.1). De esta forma, el BCE ha pasado *de facto* a operar en un sistema suelo, llamado así porque el eonia se ha situado de forma habitual muy cerca del suelo de las rentabilidades interbancarias a un día que constituye el DFR. Esta transición hacia un sistema suelo ha sido común en el resto de los bancos centrales de las mayores economías avanzadas, como Estados Unidos, Japón o el Reino Unido[36].

De cara al futuro, y conforme avancen en sus respectivos procesos de normalización monetaria, el BCE y otros bancos centrales se enfrentan al dilema de si mantener el actual sistema suelo o retornar al sistema pasillo anterior a la crisis. En términos del tamaño del balance, la primera opción supone mantener un balance relativamente grande, mientras que la segunda comporta reducirlo a niveles que guarden relación directa con la demanda de efectivo por parte de los hogares y las empresas, y de reservas por parte de los bancos, y, de esta forma, retornar al sistema pasillo anterior a la crisis. A continuación se analizan los principales argumentos a favor y en contra de ambos sistemas explorados en la literatura económica (véase esquema 3.4).

Un balance grande puede producir un excesivo aplanamiento de la curva de tipos. Un primer argumento a favor de devolver el tamaño del balance a la tendencia precrisis es que un balance grande puede producir una distorsión no deseada en la «curva de tipos»[37]. Esto es así cuando, como en el caso de la Reserva Federal o del BCE, el balance del banco central incluye grandes cantidades de activos a medio y a largo plazo. Al reducir la oferta de activos de largo plazo disponible para el sector privado, se produce una compresión de las primas de plazo y, por tanto, una caída de las rentabilidades de medio y de largo plazo. Esto puede ser beneficioso en situaciones en las que la política monetaria ha agotado su margen de maniobra convencional y, de hecho, ha sido uno de los principales canales de transmisión de los programas de compra de activos: al reducir los tipos de interés a largo plazo, esta medida estimula la inversión por parte de los agentes y, por lo tanto, supone un impulso a la demanda agregada. Sin embargo, en un contexto de normalización de las perspectivas económicas, en el que los tipos de interés dejan de estar restringidos por su límite inferior, un aplanamiento de la curva de tipos podría tener menos justificación.

En segundo lugar, cuanto mayor es el tamaño de su balance, mayores son los riesgos patrimoniales sobre el propio banco central, especialmente cuando sus activos y pasivos difieren en sus respectivos plazos de vencimiento. El precio de

36 Véase Arce, Nuño, Thaler y Thomas (2018).

37 Véase Bullard (2017).

Esquema 3.4

VENTAJAS Y RIESGOS DEL BALANCE GRANDE

LAS POLÍTICAS DE EXPANSIÓN CUANTITATIVA HAN AUMENTADO SIGNIFICATIVAMENTE EL TAMAÑO DEL BALANCE DE LOS BANCOS CENTRALES

El BCE usa sus facilidades de crédito y de depósito para inyectar y absorber la liquidez:

— Los bancos comerciales que necesitan liquidez pueden pedir prestado al BCE pagando el tipo de interés de la facilidad de crédito

— Los bancos comerciales que tienen un exceso de liquidez pueden depositarla en el BCE y recibir el tipo de interés de la facilidad de depósito

Antes de la crisis financiera, la banca no tenía un exceso de liquidez agregado → El tipo de interés interbancario oscilaba en el medio del pasillo formado por los tipos de interés de las dos facilidades (de crédito y de depósito) del BCE

Durante la crisis, los bancos centrales:

— Han refinanciado a los bancos comerciales a plazos relativamente largos

— Han comprado activos financieros a gran escala

→ Se ha multiplicado la cantidad de reservas de los bancos comerciales, lo que ha generado un fuerte aumento del exceso de liquidez agregado

— El BCE ha pasado a emplear un sistema suelo: el tipo de interés interbancario ha descendido desde la mitad del pasillo hasta su límite inferior (el tipo de interés de la facilidad depósito)

EL DEBATE SOBRE EL TAMAÑO DEL BALANCE DEL BANCO CENTRAL: ¿MANTENER UN TAMAÑO GRANDE O REDUCIRLO A NIVELES PRECRISIS?

A FAVOR DEL TAMAÑO GRANDE	EN CONTRA DEL TAMAÑO GRANDE
— Baja volatilidad de los tipos de interés de corto plazo	— Distorsión no justificada en la curva de tipos de interés
— Provisión de activos de corto plazo, seguros y líquidos al sector privado, que puede mejorar la estabilidad financiera	— Empeoramiento de la solvencia del banco central
— Más espacio respecto del ELB para hacer frente a futuros desarrollos adversos	

FUENTE: Banco de España.

activos como los bonos públicos de medio y de largo plazo puede variar por cambios en las primas de riesgo y de plazo, o en el tipo de interés nominal de corto plazo libre de riesgo. Por el contrario, los pasivos (fundamentalmente, efectivo y reservas bancarias) son a corto plazo, y su valor nominal es muy estable. Así, cuanto mayor es el tamaño del balance del banco central (y el plazo de vencimiento de los activos) en relación con su capital, mayor es el riesgo de desequilibrio entre el valor del activo y el del pasivo del balance del banco central. Desde el punto de vista económico, la importancia de una posible situación en la que el valor contable de los activos del banco central cae por debajo del de sus pasivos es objeto de debate, ya que, por definición, la mayor parte de los pasivos del banco central no son

exigibles (en el caso del dinero en efectivo) o se pueden liquidar con efectivo (en el caso de las reservas bancarias), cuya creación controla el propio banco central.

Una situación potencialmente más problemática es la llamada «insolvencia intertemporal» del banco central, situación en la cual el déficit patrimonial del banco central supera el valor presente descontado de los flujos de señoreaje futuros y, al mismo tiempo, el banco central no cuenta con la posibilidad de recibir de forma automática inyecciones adicionales de capital por parte de la autoridad fiscal correspondiente. Cuando esto sucede, la capacidad del banco central de estabilizar la inflación podría verse comprometida[38]. Es más, las posibles inyecciones discrecionales de capital por parte de las autoridades fiscales necesarias para evitar dicha situación podrían poner en cuestión la independencia financiera del banco central. Es importante recalcar, no obstante, que una situación hipotética de insolvencia intertemporal del banco central requiere un escenario extremo respecto al tamaño del balance, muy alejado de la situación actual[39].

Frente a la anterior línea argumental, varios son los razonamientos que apoyarían mantener el tamaño del balance de los bancos centrales en los niveles actuales o, al menos, sensiblemente superiores a los previos a la crisis.

En primer lugar, según algunos autores un balance grande puede beneficiar la estabilidad financiera[40]. En la actualidad, existe una alta demanda por parte del sector privado de activos de corto plazo, seguros y líquidos, reflejada en una «prima de escasez» en dichos activos (es decir, una remuneración inusualmente baja). Dicha prima otorga a las entidades financieras un fuerte incentivo para emitir pasivos con esas características. En la medida en que esta financiación a corto plazo se utiliza para financiar inversiones a largo plazo, puede producirse un exceso de transformación de vencimiento por parte del sector financiero, que puede comprometer la estabilidad financiera. En efecto, cuando los activos de una entidad financiera son a largo plazo y, por tanto, relativamente ilíquidos, mientras que sus pasivos son a corto plazo y, por tanto, han de refinanciarse de forma continua, aumenta el riesgo de que dicha entidad pueda sufrir dificultades para renovar su financiación y afrontar sus pagos, con el consiguiente riesgo de liquidez y, eventualmente, de quiebra. Así, el banco central puede contrarrestar un excesivo

38 Véanse, por ejemplo, Sims (2016), Hall y Reis (2015) y Del Negro y Sims (2015). Un matiz que hay que tener en cuenta es que los bancos centrales suelen mantener a vencimiento (es decir, sin venderlos previamente) los activos financieros de medio y de largo plazo, lo que los lleva a valorarlos a coste amortizado, en vez de a precios de mercado. A este respecto, cabe distinguir entre las normas contables de los bancos centrales y el análisis económico acerca de la solvencia intertemporal de los bancos centrales en los estudios antes mencionados.

39 Para un ejercicio cuantitativo aplicado al caso de Estados Unidos, véase Cavallo, Del Negro, Frame, Grasing, Malin y Rosa (2018).

40 Véase Greenwood, Hanson y Stein (2016).

riesgo por transformación de vencimiento mediante la emisión de grandes cantidades de reservas bancarias, que son un activo más líquido y seguro que los valores emitidos por agentes privados. Por otro lado, para que más entidades privadas puedan beneficiarse de una mayor oferta de reservas, se requiere que las facilidades de depósito (u otras similares) de los bancos centrales estén disponibles también para entidades sin licencia bancaria, como fondos de inversión. La creación del programa ON RRP *(Overnight Reverse Repurchase)* en Estados Unidos, por el que se permite a entidades no bancarias depositar su liquidez en la Reserva Federal, va precisamente en esta dirección.

Con un balance grande, el sector bancario dispone de una gran cantidad de liquidez. Un segundo argumento a favor de un balance grande es que, dado que el coste de crear reservas es básicamente cero, puede ser deseable expandir su oferta (y, por tanto, el tamaño del balance del banco central) hasta que los bancos estén «saciados» de ellas[41]. Esto es así en la medida en que las reservas bancarias cumplen funciones socialmente útiles, como facilitar los pagos y las transacciones financieras. Saciar al sistema bancario de reservas requiere que el coste de oportunidad de estas sea nulo, es decir, que el tipo de interés de las reservas excedentes (el de la facilidad de depósito en el caso del BCE) sea básicamente igual al rendimiento de los activos al mismo plazo; por ejemplo, los préstamos interbancarios a un día (resumidos en indicadores como el eonia). La lógica de este argumento es la misma que la de la llamada «regla de Friedman» para el dinero en efectivo, pero aplicada a las reservas: un bien que no tiene coste de producción tampoco tendría que tener un precio (coste de oportunidad) positivo.

Si bien es difícil determinar en la práctica el nivel más allá del cual la demanda de reservas se encuentra saturada, la relación observada entre el exceso de reservas y el diferencial entre el eonia y el tipo de la facilidad de depósito en el área del euro sugiere que mantener dicho diferencial en su nivel actual —cercano, en efecto, a cero— no requiere necesariamente mantener el volumen de reservas en sus niveles actuales. De hecho, la evidencia mostrada en el gráfico 1 del recuadro 3.4 revela que incluso podría existir espacio para reducir el exceso de reservas actual (y, por ende, el tamaño del balance del Eurosistema) y preservar al mismo tiempo el sistema suelo.

Un balance grande permite un mejor control de los tipos de interés, así como ganar espacio en relación con el ELB. De la discusión anterior se derivan dos ventajas adicionales de un balance grande. En primer lugar, en la medida en que lleve aparejado un sistema suelo, un balance grande permite al banco central controlar directamente las rentabilidades interbancarias a corto plazo fijando la remuneración de las reservas, lo que aísla dichas rentabilidades de las perturbaciones

41 Véase Cúrdia y Woodford (2011).

transitorias del mercado interbancario. Esto puede ser particularmente relevante en el contexto actual, caracterizado por una notable incertidumbre acerca de cómo ha cambiado la demanda de reservas desde la crisis (debido a factores como los cambios en la regulación bancaria o, en el caso del euro, la persistencia de una cierta fragmentación financiera) y de cómo de conveniente sería, por tanto, el retorno a un sistema pasillo[42].

En segundo lugar, el sistema suelo puede proporcionar al banco central más espacio para recortar tipos en caso necesario, por el siguiente motivo. Es plausible suponer que, en el largo plazo, y dado el objetivo de inflación del banco central, los tipos de interés nominales de mercado, como los del interbancario, son independientes del tamaño del balance. Esto implica que en un sistema suelo el tipo de interés de las reservas será en términos medios *más alto* (al encontrarse pegado a las rentabilidades de mercado) que en un sistema pasillo, y que, por tanto, el banco central disfrutará de más espacio, en relación con su límite inferior, para recortarlo en respuesta a futuras crisis[43]. En el recuadro 3.4 se desarrolla este argumento y se comparan, en el marco de un modelo macroeconómico, las propiedades estabilizadoras de ambos regímenes cuando el ELB restringe la política de tipos de interés.

Algunos bancos centrales ya han decidido preservar, de momento, el sistema suelo. La Reserva Federal comenzó la reducción de su balance en octubre de 2017, mediante la no reinversión de parte de los vencimientos de los títulos en la cartera de su programa de expansión cuantitativa, descartando la posibilidad de mantenerlo en los niveles máximos alcanzados en octubre de 2014. No obstante, en enero de 2019 comunicó su intención de mantener un sistema suelo, por lo que el tamaño objetivo será lo suficientemente grande como para que el volumen de reservas resultante permita preservar dicho sistema.

En paralelo a la discusión anterior sobre el tamaño deseable del balance, existe un debate acerca de la *composición* del balance del banco central, cuestión especialmente relevante en el caso de un balance grande. Algunos de los argumentos expuestos en relación con el tamaño del balance se basan en el hecho de que, en la práctica, su expansión se ha generado principalmente a partir de la

---

42 Véase, por ejemplo, Quarles (2019). Bernanke (2016 y 2017a) añade al debate sobre el tamaño del balance un argumento adicional. La demanda de dinero en efectivo ha aumentado por razones parcialmente exógenas, lo que justifica un mayor tamaño del balance. Este argumento, no obstante, es específico del caso de Estados Unidos y no parece extrapolable al del área del euro.

43 Véase Arce, Nuño, Thaler y Thomas (2018). Nótese que este argumento se aplica a la política convencional de tipos de interés. En el caso de la política monetaria no convencional, como los programas de compra de activos, un balance grande en tiempos normales puede, de hecho, *limitar* el espacio para ampliarlo mediante compras adicionales de activos en caso necesario. Esto es particularmente relevante en el área del euro, donde los parámetros del APP limitan la capacidad de expandir el balance del Eurosistema mediante la adquisición, por ejemplo, de bonos públicos.

emisión de pasivos a muy corto plazo (reservas) y de la adquisición de activos a medio y a largo plazo. No obstante, de cara al futuro, un determinado tamaño del balance puede ser compatible con una estructura de vencimientos distinta tanto por el lado del activo como por el del pasivo. Lo mismo cabe decir en relación con la naturaleza pública o privada de los activos del banco central.

Por lo que respecta a la estructura de plazos de los activos, la duración relativamente larga de los activos en poder de los bancos centrales representa una fuente de riesgo para sus balances. En este sentido, para un tamaño del balance dado, el banco central podría reducir el riesgo de este acortando el plazo medio de su cartera de activos[44]. Esto, a su vez, permitiría reducir las distorsiones —ya comentadas— que un balance grande podría crear en la curva de tipos en un escenario en el que la política convencional de tipos de interés es, en principio, suficiente para alcanzar el tono deseado de la política monetaria.

Por el lado de los pasivos, hasta ahora la expansión en los balances de los principales bancos centrales se ha reflejado en la emisión de reservas a un día. Algunos autores sugieren la posibilidad de prolongar el vencimiento de las reservas bancarias mediante, por ejemplo, la emisión de certificados de deuda con plazos más largos[45]. En la medida en que los rendimientos del mercado interbancario a tales plazos estuvieran vinculados a la remuneración de dichos certificados, el banco central dispondría de un mayor control sobre los tramos más largos de la curva de tipos.

En cuanto a la composición entre activos públicos y privados, estudios recientes sugieren que, en condiciones normales, el activo del banco central debería consistir principalmente en bonos públicos y que solo en situaciones en las que el sector financiero esté suficientemente tensionado el banco central debería invertir también en activos privados[46]. El argumento es doble: por un lado, para el banco central también es relativamente costoso intermediar dichos activos privados, al tener que invertir en herramientas de valoración del riego de crédito, posible gestión de impagos, etc.; por otro, las compras de activos privados son especialmente efectivas cuando los mercados financieros están más tensionados. Así, solo en esas situaciones estaría justificado adquirir dichos activos privados e incurrir en los

---

44 Véase Greenwood, Hanson y Stein (2016). Podría pensarse que este argumento se contradice con el ofrecido por los mismos autores, ya explicado, a favor de expandir el volumen de reservas (en cuanto que activo de corto plazo y seguro) para favorecer la estabilidad financiera. En efecto, en la medida en que el banco central cree reservas para financiar la adquisición de activos a corto plazo y con similar seguridad y liquidez, el efecto neto sobre el volumen total de tales activos en manos del sector privado sería prácticamente inexistente. Sin embargo, los autores argumentan que la Reserva Federal podría reducir la duración media de sus bonos a un rango de dos a seis años (frente a los 8,6 actuales) y lograr básicamente el mismo efecto positivo sobre la estabilidad financiera.

45 Véase, por ejemplo, Reis (2016).

46 Véase Cúrdia y Woodford (2011).

costes asociados[47]. Además, en relación con la solvencia del banco central mencionada anteriormente, una mayor proporción de activos privados suele conllevar más riesgo de crédito que la deuda pública. En esta línea, en sus deliberaciones internas la Reserva Federal ha apuntado la posibilidad de modificar progresivamente la composición de su cartera para que pase a estar formada por activos de deuda pública principalmente.

Finalmente, además de en títulos públicos o privados, los activos del banco central también pueden consistir en préstamos de medio y de largo plazo a las entidades bancarias, como los concedidos por el BCE en el marco de sus programas de refinanciación a largo plazo (LTRO, VLTRO y TLTRO). Estas operaciones, aparte de proporcionar liquidez al sector bancario, otorgan a los bancos centrales un mejor control de los tipos de interés a largo plazo, especialmente en una economía relativamente bancarizada como la del área del euro.

4 Conclusiones

En este capítulo se han examinado dos aspectos fundamentales acerca del contexto futuro en el que se diseñará y se aplicará la política monetaria en las principales economías avanzadas. Por un lado, los bancos centrales se enfrentan a un escenario en el que sus tipos de interés oscilarán, previsiblemente, en torno a niveles medios relativamente bajos y, por tanto, cercanos a su límite inferior, y dejarán escaso margen de maniobra para recortes de los tipos en respuesta a futuras crisis y recesiones. Este fenómeno está muy relacionado con la caída experimentada en las últimas décadas por el llamado «tipo de interés *natural»,* como consecuencia, principalmente, de desarrollos demográficos adversos. De persistir en el futuro, estos factores continuarán ejerciendo presión a la baja sobre el tipo natural y, dados los objetivos de inflación de los bancos centrales, sobre los propios tipos nominales.

El capítulo ha planteado en qué medida posibles cambios en la estrategia básica de política monetaria pueden ayudar a aliviar la restricción del límite inferior de los tipos de interés. Esta cuestión es especialmente relevante si persiste en el futuro el proceso de caída del tipo natural y las herramientas no convencionales utilizadas desde 2008 dentro del actual marco estratégico (como las compras de activos a gran escala y las orientaciones sobre el curso futuro de los distintos instrumentos) no resultan suficientemente efectivas.

47 Gertler y Kiyotaki (2010) sugieren que, en una crisis financiera, comprar activos privados tiene más efecto que comprar deuda pública, porque lo primero produce un mayor efecto de relajación sobre las tensiones financieras.

Si bien las diversas estrategias alternativas presentan notables ventajas en la teoría, los probables costes, los riesgos asociados y, sobre todo, la ausencia de experiencia práctica con ellas obligan a seguir profundizando en el análisis de sus posibles efectos. En todo caso, cabe remarcar que el replanteamiento de la estrategia de política monetaria (como el realizado por el BCE en 2003, por la Reserva Federal estadounidense en 2012, o de forma periódica por el Banco de Canadá) es relativamente común entre los bancos centrales de las economías avanzadas, y que la evidencia disponible acerca de la caída secular del tipo natural presenta un argumento de peso para reconsiderar dicha estrategia de cara al futuro. Por último, es importante recordar que corresponde a otros ámbitos de la política económica tomar medidas que favorezcan la recuperación de los tipos naturales, como la implementación de reformas estructurales que eleven el crecimiento de la productividad.

Por otro lado, el tamaño del balance de los principales bancos centrales ha alcanzado niveles históricamente grandes, fruto de las diversas medidas de expansión cuantitativa adoptadas desde el inicio de la crisis global. De cara al futuro, estos bancos centrales se enfrentan al dilema de mantener el tamaño de sus balances en los niveles actuales o de devolverlo a la tendencia anterior a la crisis. Un elemento importante que emerge de la discusión es el siguiente. En la medida en que los pasivos del banco central sigan consistiendo principalmente en reservas bancarias (a corto plazo), la elección entre balance grande y balance pequeño es sustancialmente equivalente a la de mantener el actual sistema suelo (con rentabilidades del mercado interbancario pegadas a la remuneración de las reservas) o volver al sistema pasillo anterior a la crisis (con escaso volumen de reservas y rentabilidades interbancarias de corto plazo fluctuando dentro del pasillo formado por los tipos de las facilidades de crédito y de depósito del banco central). A este respecto, preservar el sistema suelo presenta ciertos beneficios, en términos de un mejor control de los tipos de interés de mercado a corto plazo, mayor espacio para reducir tipos de interés en respuesta a las crisis, etc. No obstante, en el caso del Eurosistema, sería posible, en principio, mantener dicho sistema con un volumen de exceso de reservas inferior al actual.

BIBLIOGRAFÍA

Almeida, G., S. Hurtado y O. Rachedi (2019). *JoSE: Joint Spain Euro Area Model,* Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

Andrade, P., J. Galí, H. Le Bihan y J. Matheron (2018). *The Optimal Inflation Target and the Natural Rate of Interest,* Working Papers, n.º 670, Banco de Francia.

Andrés, J., Ó. Arce y C. Thomas (2017). «Structural Reforms in a Debt Overhang», *Journal of Monetary Economics,* 88(C), pp. 15-34.

Arce, Ó., S. Hurtado y C. Thomas (2016). «Policy Spillovers and Synergies in a Monetary Union», *International Journal of Central Banking,* 12(3), pp. 219-277.

Arce, Ó., G. Nuño, D. Thaler y C. Thomas (2018). *A Large Central Bank Balance Sheet? Floor vs Corridor Systems in a New Keynesian Environment,* Documentos de Trabajo, n.º 1851, Banco de España.

Arce, Ó., G. Nuño y C. Thomas (2019). «La política monetaria del Eurosistema tras el final de las compras netas de activos», Artículos Analíticos, *Boletín Económico,* 1/2019, Banco de España.

Ascari, G., A. Florio y A. Gobbi (2017). «Transparency, Expectations Anchoring and Inflation Target», *European Economic Review,* 91(C), pp. 261-273.

Ball, L. (2014). *The Case for a Long-Run Inflation Target of Four Percent,* IMF Working Papers, n.º 14-92, Fondo Monetario Internacional.

Banco de España (2016). «El efecto de las políticas monetarias del BCE en el período reciente», capítulo 3, *Informe Anual 2015*.

BCE (2003). *Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy,* Otmar Issingm (ed.).

Basso, H., y O. Rachedi (2018). *The Young, the Old and the Government: Demographics and Fiscal Multipliers,* Documentos de Trabajo, n.º 1837, Banco de España.

Bernanke, B. (2005). «The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit», Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia.

— (2016). «Should the Fed Keep its Balance Sheet Large?», 2 de septiembre.

— (2017a). «Shrinking the Fed's Balance Sheet», 26 de enero.

— (2017b). «Temporary Price-Level Targeting: An Alternative Framework for Monetary Policy», 12 de octubre.

Blanchard, O., G. Dell'Ariccia y P. Mauro (2010). «Rethinking Macroeconomic Policy», *Journal of Money, Credit and Banking,* n.º 42, pp. 199-215.

Blanchard, O., C. J. Erceg y J. Lindé (2016). «Jump-Starting the Euro Area Recovery: Would a Rise in Core Fiscal Spending Help the Periphery?», *NBER Macroeconomics Annual 2016,* n.º 31, pp. 103-182.

Blanco, A. (2018). *Optimal Inflation Target in an Economy with Menu Costs and Zero Lower Bound,* de próxima publicación.

Brand, C., M. Bielecki y A. Penalver (2018). *The Natural Rate of Interest: Estimates, Drivers, and Challenges to Monetary Policy,* ECB Occasional Paper Series, n.º 217.

Bullard, J. (2017). «The Role of the Fed's Balance Sheet for the US Monetary Policy Outlook in 2017», Spring 2017 GWU Alumni Lecture in Economics, George Washington University, Washington, DC, 28 de febrero.

Burstein, A., y C. Hellwig (2008). «Welfare Costs of Inflation in a Menu Cost Model», *American Economic Review,* n.º 98, pp. 438-443.

Caballero, R. J., y E. Farhi (2017). «The Safety Trap», *The Review of Economic Studies,* n.º 85, pp. 223-274.

Caballero, R. J., E. Farhi y P. O. Gourinchas (2008). «An Equilibrium Model of "Global Imbalances" and Low Interest Rates», *American Economic Review,* n.º 98, pp. 358-393.

— (2017). «The Safe Assets Shortage Conundrum», *Journal of Economic Perspectives,* 31(3), pp. 29-46.

Carvalho, C., A. Ferrero y F. Nechio (2016). «Demographics and Real Interest Rates: Inspecting the Mechanism», *European Economic Review,* n.º 88, pp. 208-226.

Cavallo, M., M. Del Negro, W. S. Frame, J. Grasing, B. A. Malin y C. Rosa (2018). *Fiscal Implications of the Federal Reserve's Balance Sheet Normalization,* NY Fed Staff Report, n.º 833.

Christiano, L., M. Eichenbaum y S. Rebelo (2011). «When Is the Government Spending Multiplier Large?», *Journal of Political Economy,* 119(1), pp. 78-121.

Coibion, O., Y. Gorodnichenko y J. Wieland (2012). «The Optimal Inflation Rate in New Keynesian Models: Should Central Banks Raise Their Inflation Targets in Light of the Zero Lower Bound?», *Review of Economic Studies,* 79(4), pp. 1371-1406.

Cúrdia, V., A. Ferrero, G. C. Ng y A. Tambalotti (2015). «Has U.S. Monetary Policy Tracked the Efficient Interest Rate?», *Journal of Monetary Economics,* n.º 70, pp. 72-83.

Cúrdia, V., y M. Woodford (2011). «The Central-Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy», *Journal of Monetary Economics,* Elsevier, 58(1), pp. 54-79.

Del Negro, M., y C. Sims (2015). «When Does a Central Bank's Balance Sheet Require Fiscal Support?», *Journal of Monetary Economics,* 73(C), pp. 1-19.

Eggertsson, G. (2011). «What Fiscal Policy is Effective at Zero Interest Rates?», *NBER Macroeconomics Annual 2010,* n.º 25, pp. 59-112.

Eggertsson, G., y N. Mehrotra (2014). *A Model of Secular Stagnation,* NBER Working Papers, n.º 20574.

Eggertsson, G., N. Mehrotra y J. Robbins (2019), «A Model of Secular Stagnation: Theory and Quantitative Evaluation», *American Economic Journal: Macroeconómics,* 11(1), pp. 1-48.

Eggertsson, G., y M. Woodford (2003). «The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy», *Brookings Papers on Economic Activity,* 34(1), pp. 139-235.

Feldstein, M. (1997). «The Costs and Benefits of Going from Low Inflation to Price Stability», en C. Romer y D. Romer (eds.), *Reducing Inflation: Motivation and Strategy,* pp. 123-156.

Fiorentini, G., A. Galesi, G. Pérez-Quirós y E. Sentana (2018). *The Rise and Fall of the Natural Interest Rate,* Documentos de Trabajo, n.º 1822, Banco de España.

Galesi, A., G. Nuño y C. Thomas (2017). «El tipo de interés natural: concepto, determinantes e implicaciones para la política monetaria», Artículos Analíticos, *Boletín Económico,* 1/2017, Banco de España.

Gertler, M., y N. Kiyotaki (2010). «Financial Intermediation and Credit Policy in Business Cycle Analysis», en B. Friedman y M. Woodford (eds.), *Handbook of Monetary Economics,* 1(3), capítulo 11, pp. 547-599.

Gordon, R. (2015). «Secular Stagnation: A Supply-Side View», *American Economic Review,* 105(5), pp. 54-59.

Greenwood, R., S. Hanson y J. Stein (2016). «The Federal Reserve's Balance Sheet as a Financial-Stability Tool», Jackson Hole Economic Policy Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, agosto.

Hall, R., y R. Reis (2015). *Maintaining Central-Bank Financial Stability under New-Style Central Banking,* NBER Working Papers, n.º 21173.

Holston, K., T. Laubach y J. Williams (2017). «Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants», *Journal of International Economics,* n.º 108, pp. 59-75.

Jimeno, J. (2015). *Long-Lasting Consequences of the European Crisis,* Documentos de Trabajo, n.º 1522, Banco de España.

Nakamura, E., J. Steinsson, P. Sun y D. Villar (2018). «The Elusive Costs of Inflation: Price Dispersion during the U.S. Great Inflation», *The Quarterly Journal of Economics,* 133(4), pp. 1933-1980.

Nuño, G. (2018). «Implicaciones de política monetaria de la emisión de dinero digital por parte de los bancos centrales», Artículos Analíticos, *Boletín Económico,* 3/2018, Banco de España.

Quarles, R. K. (2019). «The Future of the Federal Reserve's Balance Sheet», discurso en el U.S. Monetary Policy Forum, 22 de febrero.

Rachel, L., y T. Smith (2015). *Secular Drivers of the Global Real Interest Rate,* Bank of England Working Paper, n.º 571.

Reis, R. (2016). «Funding Quantitative Easing to Target Inflation. In: Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future», Jackson Hole Economic Policy Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, agosto.

Rogoff, K. (2015). «Costs and Benefits to Phasing Out Paper Currency», *NBER Macroeconomics Annual,* n.º 29, pp. 445-456.

Sims, C. (2016). «Fiscal Policy, Monetary Policy and Central Bank Independence», Jackson Hole Economic Policy Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, agosto.

Summers, L. (2014). «US Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound», *Business Economics,* n.º 49, pp. 65-73.

Swanson, E. (2018). *The Federal Reserve Is Not Very Constrained by the Lower Bound on Nominal Interest Rates,* NBER Working Papers, n.º 25123.

Williams, J. (2017). «Preparing for the Next Storm: Reassessing Frameworks and Strategies in a Low R-Star World», discurso en el Shadow Open Market Committee, Nueva York, 5 de mayo.

Woodford, M. (2003). *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy,* Princeton University Press.

— (2011). «Simple Analytics of the Government Expenditure Multiplier», *American Economic Journal: Macroeconomics,* 3(1), pp. 1-35, enero.

Recuadro 3.1

UNA ESTIMACIÓN DEL TIPO DE INTERÉS NATURAL

El tipo de interés natural (que, en lo sucesivo, se denota como r*) se define como el tipo de interés real que se observaría en un escenario de equilibrio en el que los precios y los salarios nominales fueran perfectamente flexibles. Como tal, no es una variable directamente observable. Por esta razón, la literatura económica ha empleado diversos enfoques para estimar r* a partir de datos observados. La metodología más comúnmente empleada consiste en estimar un modelo econométrico inspirado en el marco teórico neokeynesiano, compuesto por una ecuación de demanda agregada (curva IS), según la cual la brecha entre la producción observada y su nivel natural (el *output gap)* depende de la brecha entre el tipo de interés real observado y el tipo natural, y por una curva de Phillips que relaciona la inflación con el *output gap*[1].

Aunque este modelo ha sido ampliamente utilizado en la literatura, es conocido que tiende a producir estimaciones muy imprecisas del tipo natural[2]. El gráfico 1 ofrece una ilustración de este problema para el caso de Estados Unidos: las bandas de confianza (a un nivel de confianza del 90 %) en torno a la estimación de r* son muy amplias (de unos 8 puntos porcentuales en total). Por otro lado, trabajos recientes demuestran que la precisión de las estimaciones del modelo estándar se reduce significativamente cuando las curvas IS y de Phillips son relativamente planas[3]. El motivo es que, cuando las pendientes de ambas curvas son iguales a cero, no es posible identificar la senda del tipo natural a partir de los datos disponibles, y el modelo se define como *inobservable*[4]. En la práctica, las pendientes de las curvas IS y de Phillips estimadas en la literatura tienden frecuentemente a ser cercanas a cero, lo que da lugar a estimaciones muy imprecisas de r*.

Un trabajo reciente de Fiorentini, Galesi, Pérez-Quirós y Sentana propone una metodología alternativa para medir con más precisión r*, basada en un modelo que descompone el tipo de interés real observado en la suma de un componente transitorio y uno permanente, donde este segundo componente se identifica propiamente con el tipo de interés natural (de forma que el componente transitorio corresponde a la brecha entre el tipo observado y el natural)[5]. La idea presente detrás de este enfoque es que el tipo natural es el que prevalecería en una situación hipotética de la economía en la que se disipasen todos los *shocks* transitorios. Esta metodología permite realizar estimaciones más fiables de r*, incluso cuando las dos curvas mencionadas anteriormente son planas.

Como se aprecia en el gráfico 2, las estimaciones de este modelo, obtenidas a partir de datos anuales del período 1891-2018 para un conjunto de 17 economías avanzadas, muestran una disminución del tipo de interés natural medio desde principios del siglo XX hasta la década iniciada en 1960. Posteriormente, desde mediados de los años setenta, se produce un aumento que se prolonga hasta finales de los años ochenta. A esto siguió una caída gradual desde principios de los años noventa, que ha continuado de forma casi ininterrumpida hasta la actualidad, de modo que el tipo natural medio para el conjunto de las economías analizadas estaría, en estos momentos, en niveles *negativos*.

¿Qué factores explican el alza y la posterior caída del tipo natural? Fiorentini *et al.* estiman un modelo de corrección del error con datos de panel que postula una relación a largo plazo entre el tipo real observado y un conjunto de indicadores sobre la evolución histórica de los principales determinantes teóricos de r*: i) cambios en el crecimiento

---

1 Véanse T. Laubach y J. C. Williams (2003), «Measuring the Natural Rate of Interest», *Review of Economics and Statistics,* n.º 85, pp. 1063-1070, y K. Holston, T. Laubach y J. C. Williams (2017), «Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants», *Journal of International Economics,* n.º 108, pp. 59-S75. Además, el modelo supone que r* es la suma de dos componentes no estacionarios y no observados: el crecimiento tendencial de la economía y un segundo componente no relacionado con el crecimiento tendencial.

2 Véanse, por ejemplo, T. E. Clark y S. Kozicki (2005), «Estimating Equilibrium Real Interest Rates in Real Time», *The North American Journal of Economics and Finance,* n.º 16, pp. 395-413, y R. C. M. Beyer y V. Wieland (2017), *Instability, Imprecision, and Inconsistent Use of Equilibrium Real Interest Rate Estimates,* Institute for Monetary and Financial Stability, Working Paper Series 110, Goethe University Frankfurt.

3 Véase G. Fiorentini, A. Galesi, G. Pérez-Quirós y E. Sentana (2018), *The Rise and Fall of the Natural Interest Rate,* Documentos de Trabajo, n.º 1822, Banco de España.

4 Véase R. E. Kalman (1960), «On the General Theory of Control Systems», Proc. First International Congress on Automatic Control, Moscú.

5 Véase Fiorentini *et al.* (2018), *op. cit.*

de la productividad, que afectan a la propensión a invertir; ii) cambios demográficos, que afectan a la propensión agregada a ahorrar o a la tasa de participación laboral de la economía, y iii) factores de riesgo, que a través de un aumento de la incertidumbre pueden influir en r*, al modificar la propensión al ahorro[6].

Los gráficos muestran la evolución del tipo de interés natural para distintas economías avanzadas empleando distintos modelos econométricos.

Gráfico 1
TIPO DE INTERÉS NATURAL DE ESTADOS UNIDOS. MODELO ESTÁNDAR (a)

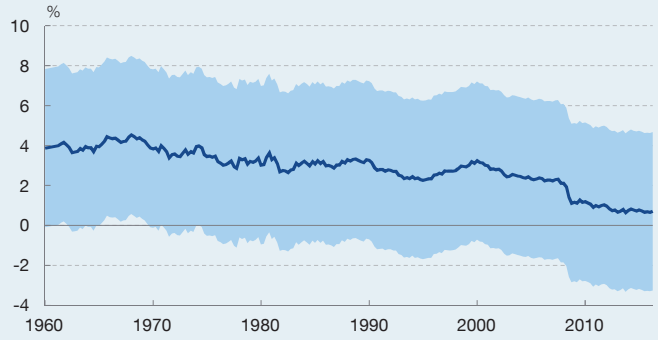


Gráfico 2
EVOLUCIÓN HISTÓRICA DEL TIPO DE INTERÉS NATURAL. MODELO DE «NIVEL LOCAL» (b)

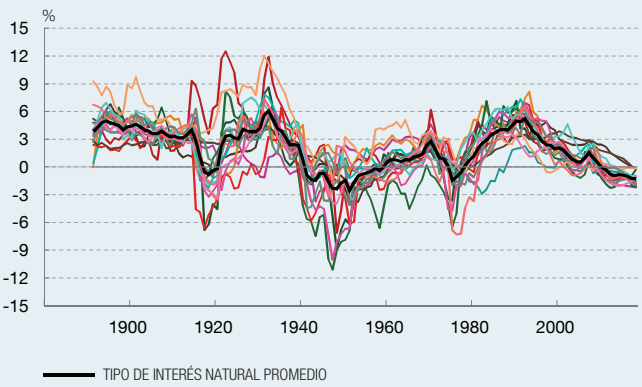


Gráfico 3
TIPO DE INTERÉS NATURAL DE ESTADOS UNIDOS. MODELO DE CORRECCIÓN DE ERROR (c)

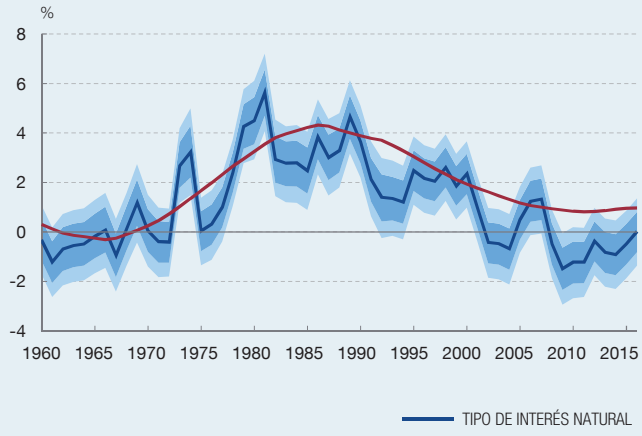
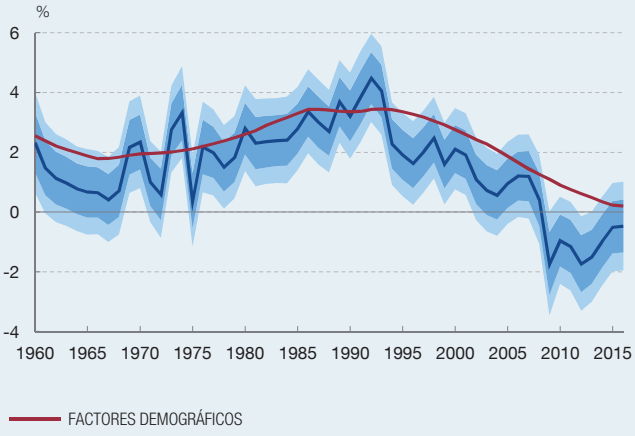


Gráfico 4
TIPO DE INTERÉS NATURAL DEL ÁREA DEL EURO. MODELO DE CORRECCIÓN DE ERROR (c)



FUENTES: Banco de España, a partir del modelo de Holston, Laubach y Williams (2017), y Fiorentini, Galesi, Pérez-Quirós y Sentana (2018).

a Las bandas se refieren a un nivel de confianza del 90 %.
b La línea negra se refiere al promedio de los países.
c Las bandas se refieren a niveles de confianza del 68 % y del 90 %.

6 Para estudios que relacionan el tipo de interés natural con el crecimiento de la productividad, la demografía y los factores de riesgo, véanse, respectivamente, R. J. Gordon (2015), «Secular Stagnation: a Supply-Side View», *American Economic Review,* n.º 105, pp. 54-59, y G. B. Eggertsson y N. R. Mehrotra (2014), *A Model of Secular Stagnation,* National Bureau of Economic Research Working Paper n.º 20574, y E. Fahri y F. Gourio (2018), «Accounting for Macro-Finance Trends: Market Power, Intangibles, and Risk Premia», mimeo.

Recuadro 3.1

UNA ESTIMACIÓN DEL TIPO DE INTERÉS NATURAL (cont.)

Este modelo de panel predice un aumento y posterior caída del tipo de interés natural desde los años sesenta, como se puede apreciar en los gráficos 3 y 4 para Estados Unidos y la zona del euro, respectivamente. Tras descomponer la contribución individual de cada factor, el cambio demográfico resulta ser el más relevante para explicar el alza y la caída del tipo natural. No obstante, los demás factores también han contribuido de forma persistente al descenso observado en r* desde la década de los noventa. Estos resultados sugieren que el aumento inicial es debido al crecimiento de la población propiciado por el *baby boom* de la posguerra, que conllevó un aumento significativo —pero temporal— de la participación de los jóvenes en el mercado laboral. Una vez finalizado el *baby boom,* el proceso paulatino de envejecimiento de la población habría empujado a la baja el tipo natural de ambas economías. Este resultado es consistente con estudios recientes que han enfatizado el papel de la demografía para explicar la evolución de la tasa de interés natural[7].

7 Véase, por ejemplo, E. Gagnon, B. K. Johannsen y D. López-Salido (2016), *Understanding the New Normal: the Role of Demographics,* Finance and Economics Discussion Series 2016-080, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Recuadro 3.2

DEMOGRAFÍA, PRODUCTIVIDAD Y TIPO DE INTERÉS ANUAL

La demografía ocupa un lugar prioritario en el debate sobre las transformaciones estructurales que afectarán a la economía en las próximas décadas. Por otro lado, el crecimiento de la productividad se ha mantenido persistentemente en niveles bajos desde la última recesión. En este recuadro se ilustran los efectos de ambos fenómenos sobre el tipo de interés natural mediante un modelo económico de ciclo vital[1].

Desde principios de este siglo, la mayoría de los países del área del euro han experimentado cambios importantes en las proporciones de los distintos grupos de edad en el conjunto de la población (véase capítulo 4) y, según las proyecciones de Eurostat, estos cambios continuarán en las próximas décadas (véase gráfico 1). Así, a lo largo de este período, la proporción de jóvenes ha disminuido y se prevé que continúe haciéndolo, mientras que la proporción de adultos, que se mantuvo estable durante la primera década de este siglo, disminuyó a partir de 2010 y se espera que continúe haciéndolo durante las próximas décadas. Finalmente, se estima que la proporción de personas mayores de 65 años aumente del 22 % observado en el año 2000 al 31 % en 2030.

El modelo que se emplea a continuación combina un marco estándar de producción y hogares en tres etapas del ciclo vital: jóvenes (20-29 años), adultos (30-65 años) y jubilados (mayores de 65 años). Las proporciones de cada grupo de edad en la población dependen de las tasas de fertilidad y mortalidad, las cuales evolucionan de forma que la dinámica de la estructura poblacional coincide con la representada en el gráfico 1. Los ingresos laborales del modelo dependen de la edad: los salarios de los jóvenes son menores que los de los adultos, mientras que los mayores de 65 años también obtienen ingresos laborales (aunque trabajan menos horas que los jóvenes y los adultos) y, además, reciben pensiones públicas[2]. Los individuos pueden ahorrar mediante la acumulación de capital productivo o comprando bonos (tanto públicos como privados).

El modelo se calibra con datos de salarios y horas trabajadas por edades del *European Household Community Panel* y de la OCDE, que muestran que los ingresos laborales alcanzan su punto máximo durante la etapa adulta del ciclo vital. Por otra parte, según estimaciones de la Comisión Europea en su *Ageing Report* (2018), se espera que la ratio de beneficio (pensión media/salario medio) caiga para los países de la Unión Europea del 45 % al 40 % en las dos próximas décadas. Finalmente, por lo que respecta a la tasa de crecimiento de la productividad total de los factores (PTF), esta fue del 0,9 % en media anual en el área del euro durante su primera década de existencia. Desde el inicio de la crisis, ha disminuido considerablemente, hasta el 0,3 % de promedio anual. En las simulaciones siguientes, como una estimación conservadora, se supone que el crecimiento de la PTF disminuirá de forma gradual, desde el 0,9 % observado en 2007 hasta el 0,6 % en 2040[3].

La trayectoria del tipo de interés natural que, según el modelo, resultaría de estas sendas demográficas y del crecimiento de la productividad se muestra en el gráfico 2.2, donde el punto inicial corresponde al tipo de interés real observado en 2007 (el 2,1 %)[4]. El menor crecimiento de la productividad total de los factores se traduce en una disminución del rendimiento de la inversión en capital productivo, lo que implica una caída del tipo de interés natural. Por su parte, la demografía afecta al tipo natural a través de su impacto tanto en la oferta de trabajo como en la de ahorro. Por un lado, la disminución en la oferta de trabajo, asociada a la menor natalidad, reduce la ratio

---

1 H. S. Basso y O. Rachedi (2018), *The Young, the Old, and the Government: Demographics and Fiscal Multipliers,* Documentos de Trabajo, n.º 1837, Banco de España.

2 Para incorporar en el modelo las diferencias salariales debidas a la edad, se asume que los individuos adultos son más productivos que los jóvenes y que los mayores de 65 años.

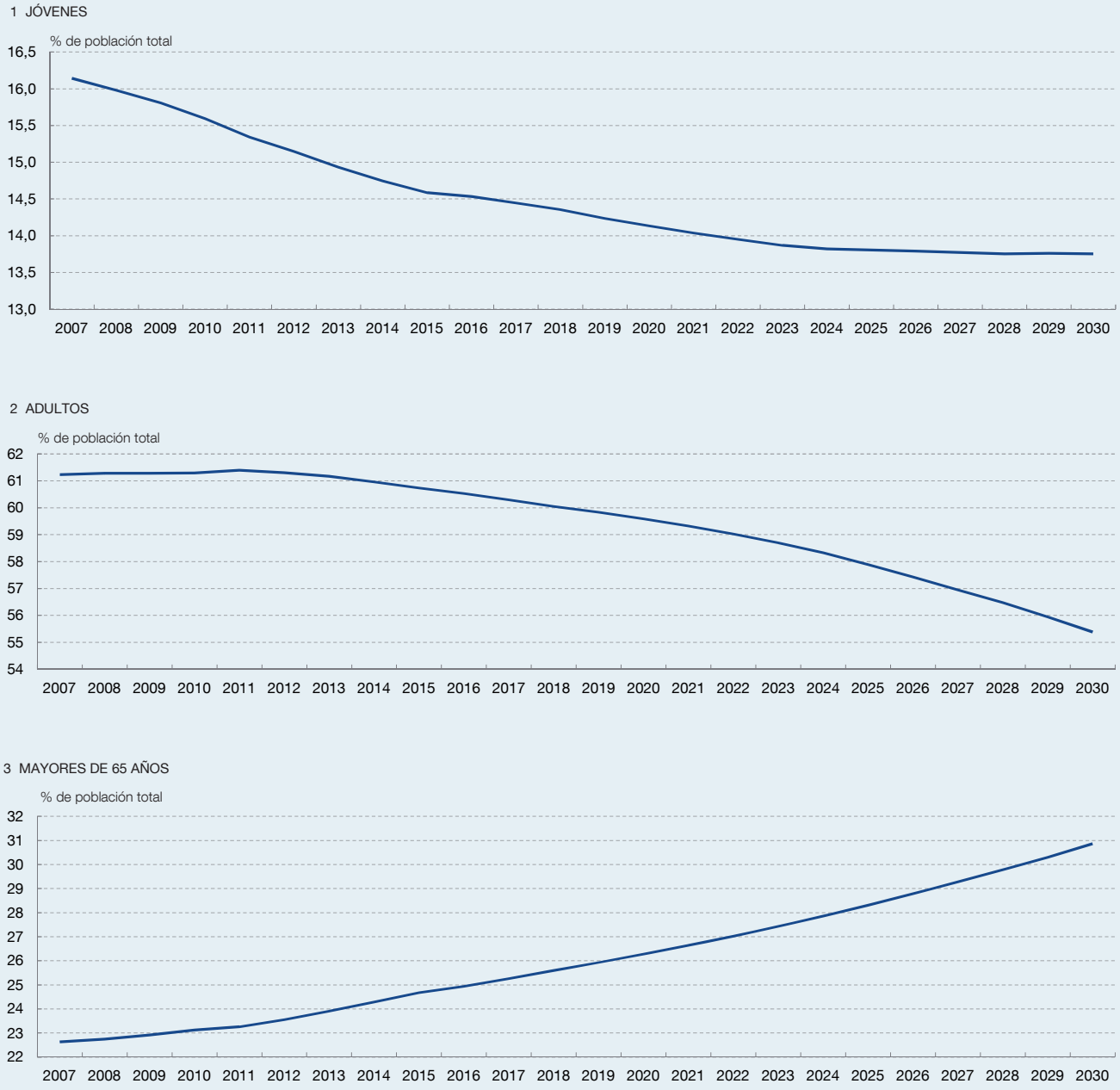
3 El valor del 0,6 % es calculado como el punto medio entre el crecimiento de la PTF observado en los últimos diez años y el utilizado en las proyecciones de la Comisión Europea hasta el año 2050, presentado en Comisión Europea (2018), *The 2018 Ageing Report: Economic and Budgetary Projections for the EU Member States (2016-2070),* Institutional Paper, n.º 079.

4 Bajo el supuesto simplificador de que la economía se encontraba en estado estacionario en 2007, en ese año el tipo de interés real (r) es igual al tipo de interés natural (r*), de forma que r* = r = 2,1 %. La tasa de interés real se calcula como la diferencia entre el euríbor (a tres meses) y la inflación subyacente en el área del euro (es decir, excluyendo los precios energéticos). Las sendas de los tipos de interés real y natural en estas simulaciones son muy similares, y prácticamente idénticas en el medio y en el largo plazo, ya que, tras el *shock* en el período inicial (a las proyecciones demográficas y tecnológicas), no hay más perturbaciones y las rigideces nominales que hacen que ambos tipos de interés no coincidan tienen solo efectos transitorios.

entre trabajo y capital, lo cual modera aún más la rentabilidad del capital. Por otro lado, el aumento sostenido de la esperanza de vida lleva a la población adulta a ahorrar más para la jubilación (de forma que la ratio del consumo sobre el producto disminuye, como muestra el gráfico 2.1), generando una reducción adicional del tipo de interés natural. En conjunto, de acuerdo con estas simulaciones, el tipo natural caería

Gráfico 1
LAS PROYECCIONES DEMOGRÁFICAS OFICIALES MUESTRAN UN ENVEJECIMIENTO PROGRESIVO DE LA POBLACIÓN

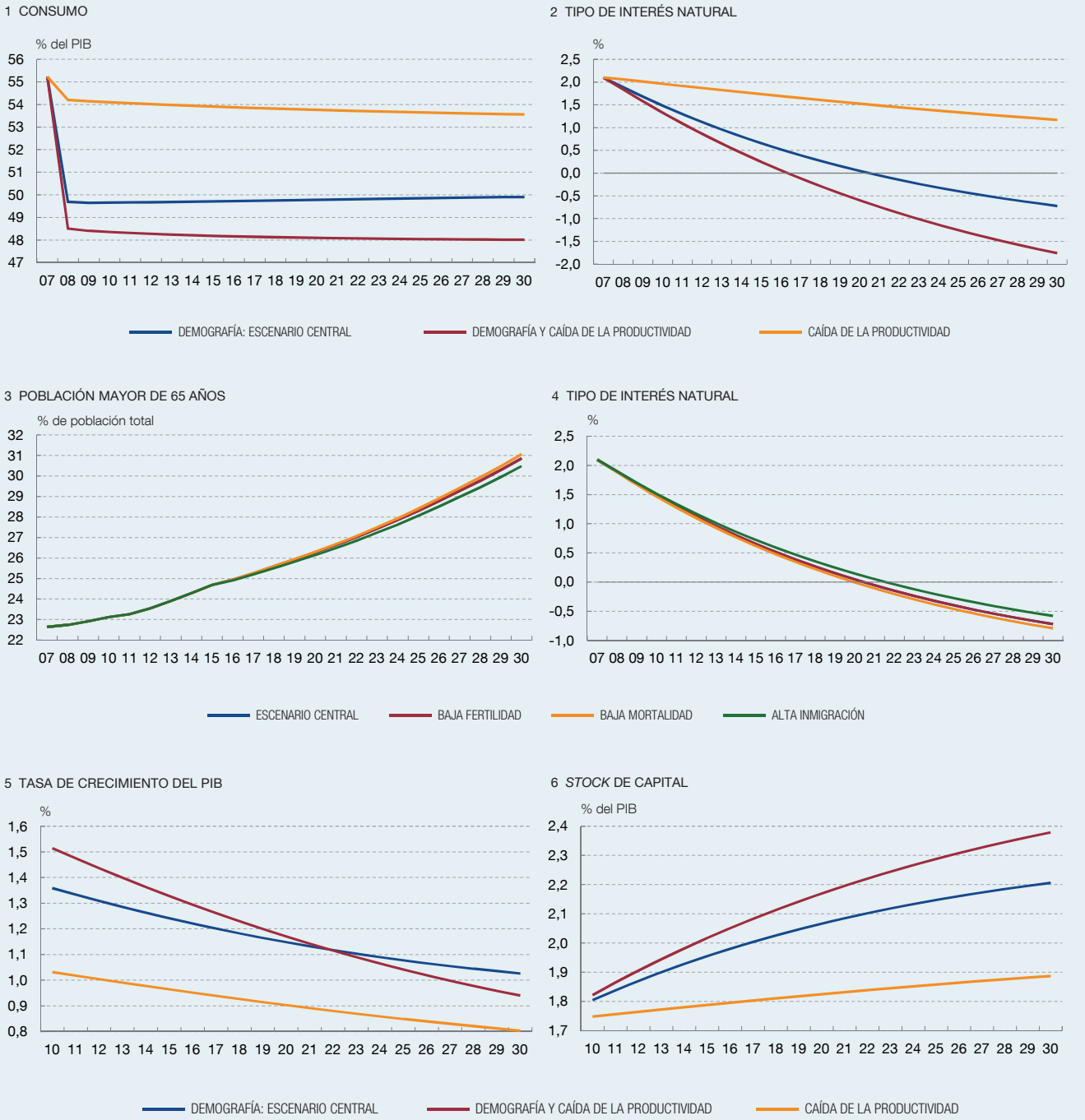
En este gráfico se presenta la evolución de la población en tres tramos de edad: i) los jóvenes (individuos menores de 20 años); ii) los adultos (edades comprendidas entre los 20 y los 65 años), y iii) los mayores de 65 años.



FUENTE: Eurostat.

Gráfico 2
IMPACTOS MACROECONÓMICOS DEL CAMBIO DEMOGRÁFICO Y DE LA CAÍDA DE LA PRODUCTIVIDAD

En este gráfico se presenta la simulación del impacto del cambio demográfico en la área del euro utilizando el modelo de Basso y Rachedi (2018).



FUENTE: Banco de España, a partir del modelo de Basso y Rachedi (2018).

entre tres y cuatro puntos porcentuales entre 2007 y 2030[5].

Para medir la contribución de la demografía y de la productividad a la caída proyectada del tipo natural de interés, se elaboran otras dos simulaciones. En la primera se considera que solo cambia el crecimiento de la productividad y en la segunda solo se incluyen los cambios demográficos. La comparación entre ambas permite concluir que más del 65 % de la disminución del tipo de interés natural estimada en el ejercicio anterior se debe al cambio demográfico, en línea con los resultados empíricos presentados en el recuadro 3.1. También se analiza el efecto del cambio demográfico contrastando el escenario base con escenarios alternativos que contemplan una menor tasa de fertilidad, menor mortalidad y mayor inmigración (véanse gráficos 2.3 y 2.4)[6]. Estas simulaciones revelan que, en general, la sensibilidad de las tasas de interés natural a los diferentes escenarios demográficos considerados en 2030 es relativamente modesta (25 puntos básicos como máximo).

Finalmente, más allá del efecto sobre el tipo de interés natural, es importante examinar los efectos sobre el crecimiento del PIB y la acumulación de capital (véanse gráficos 2.5 y 2.6). El menor tipo de interés natural coincide con un aumento en la acumulación de capital, tanto por el mayor ahorro como por la menor oferta de trabajo. Sin embargo, a pesar del mayor nivel de capital, el crecimiento del PIB cae de forma sostenida durante todo el horizonte de simulación, debido a los menores crecimientos de la PTF y de la oferta de trabajo.

---

5 G. Eggertsson, N. Mehrotra y J. Robbins (2019), «A Model of Secular Stagnation: Theory and Quantitative Evaluation», *American Economic Journal: Macroeconómics,* 11(1), pp. 1-48, hacen un ejercicio similar para Estados Unidos referido al período 1970-2015, con el que estiman una disminución de más de 400 puntos básicos en el tipo natural de interés. Y. Aksoy, H. S. Basso, R. Smith y T. Grasl (2019), «Demographic Structure and Macroeconomic Trends», *American Economic Journal: Macroeconomics,* 11(1), pp. 193-222, utilizando un modelo empírico estimado con datos de países de la OCDE, concluyen que el tipo natural de interés podría disminuir hasta en 400 puntos básicos en Estados Unidos entre 2000 y 2030, debido al cambio demográfico.

6 Concretamente, los supuestos de cada escenario alternativo son los siguientes: 1) menor fertilidad: reducción de las tasas de fertilidad en un 20 % en todas las proyecciones; 2) menor mortalidad: reducción progresiva de la mortalidad por edad y sexo, y 3) mayor migración: aumento de la inmigración neta en un tercio en todo el período proyectado.

Recuadro 3.3

EVALUACIÓN DE LAS REGLAS DE POLÍTICA MONETARIA ALTERNATIVAS CON EL MODELO JoSE

Este recuadro utiliza el modelo JoSE *(Joint Spain Euro area model*[1]) para estudiar las implicaciones cuantitativas de diversas estrategias de política monetaria en la frecuencia, la duración y los costes asociados a los episodios de ELB *(Effective Lower Bound).* JoSE es un modelo de equilibrio general dinámico de una unión monetaria con dos economías (España y el resto del área del euro) que incorpora las distintas fricciones nominales, reales y financieras habituales en los modelos empleados por bancos centrales. El modelo está estimado con técnicas econométricas (de tipo bayesiano), mediante el empleo de series macroeconómicas de ambas economías.

De cara a evaluar la eficacia en términos de reducción de la prevalencia y el coste del ELB de cada una de las reglas de política monetaria consideradas, en el modelo se simula el comportamiento de la economía (durante un número de trimestres elevado) bajo cada una de estas reglas[2]. El cuadro 1 muestra los resultados en términos del porcentaje de los trimestres en los que la autoridad monetaria común se encuentra restringida por el ELB, la duración promedio de cada episodio y las pérdidas en términos de PIB e inflación (a escala de la Unión Monetaria) asociadas a dichos episodios. El gráfico 1, por su parte, muestra la distribución de la inflación simulada para cada regla de política monetaria.

El punto de referencia respecto del cual se evalúan las distintas alternativas es la regla estándar de objetivo de inflación *(inflation targeting,* IT) incluida en la versión estimada del modelo, concretamente una regla de Taylor en la que el tipo de interés nominal responde a desviaciones en la inflación interanual respecto de su objetivo del 2 %. Esta regla replica de forma aproximada el régimen de política monetaria en el área del euro[3]. De acuerdo con las simulaciones del modelo, con esta regla la economía se encontraría en el ELB en un 9 % del tiempo, y la duración media de cada episodio de ELB sería de 4,2 trimestres. Esto genera un coste, en términos de pérdida de PIB y de inflación, del –0,13 % y del –0,11 %, respectivamente (siempre en el promedio del total de los trimestres)[4].

Cuadro 1
FRECUENCIA Y DURACIÓN DEL ELB PARA DISTINTAS ESTRATEGIAS DE POLÍTICA MONETARIA

	Porcentaje de trimestres en ELB	Duración media de los episodios de ELB (trimestres)	Pérdida de PIB asociada al ELB (%)	Pérdida de inflación asociada al ELB (%)
Inflation targeting (2 %) (a)	9,0	4,2	-0,13	-0,11
Price-level targeting	4,2	2,7	-0,03	0,00
Price-level targeting temporal	6,1	3,4	0,00	0,10
Inflation targeting sobre inflación media de cuatro años	6,4	3,3	-0,09	-0,04
Inflation targeting (3 %) (a)	2,2	3,1	-0,03	-0,02
Inflation targeting (2 %) con *quantitative easing* (a)	7,0	3,6	-0,04	-0,03
Inflation targeting (2 %) con *quantitative easing* más fuerte (2x) (a)	6,1	3,3	0,01	0,01

FUENTE: Banco de España, a partir del modelo JoSE.

a Coeficientes de las reglas de *inflation targeting:* suavizado, 0,85; inflación, 2,00; crecimiento del PIB, 0,10.

1 El modelo JoSE es desarrollado y estimado por G. Almeida, S. Hurtado y O. Rachedi (2019), *JoSE: Joint Spain Euro Area Model,* Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.

2 Para más detalles sobre el ejercicio, véase G. Almeida, S. Hurtado y O. Rachedi (2019), *Monetary Policy in the New Normal: Evidence on the Euro-Area from JoSE,* Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.

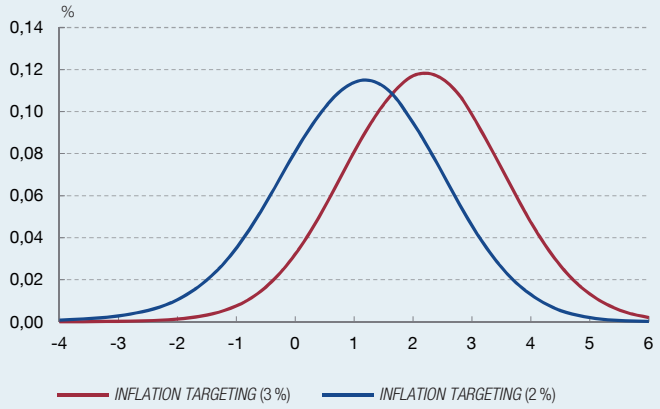
3 Véase S. Gerlach y G. Schnabel (2000), «The Taylor Rule and Interest Rates in the EMU Area», *Economic Letters,* 67, pp. 165-171.

4 Cabe reseñar que estas simulaciones se basan en el supuesto de un tipo de interés natural de largo plazo del 1 %, superior a las estimaciones actuales de dicho tipo en el área del euro (véase el gráfico 3.3 en el texto principal). Por tanto, los resultados han de tomarse como límites *inferiores* de la incidencia y la duración medias de los episodios de ELB vinculante.

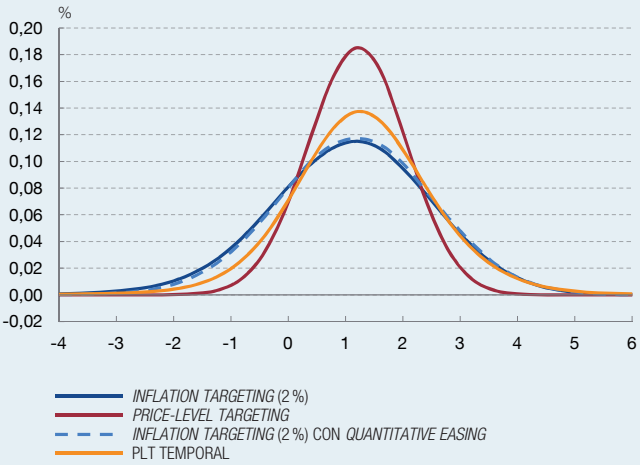
Gráfico 1
DISTRIBUCIÓN DE LA TASA DE INFLACIÓN SEGÚN LA REGLA DE POLÍTICA MONETARIA

Aumentar el objetivo de inflación en 1 punto porcentual reduce sensiblemente la probabilidad de inflaciones bajas, pero la probabilidad de inflaciones por encima del 4 % aumenta en cuatro veces. Una regla de *price-level targeting* (PLT), en su lugar, muestra una distribución más acotada, ya que consigue reducir la probabilidad de que se produzcan inflaciones bajas, sin incurrir en una mayor probabilidad de inflaciones altas. El *quantitative easing* reduce la probabilidad de que surjan inflaciones fuertemente negativas.

1 EFECTO DE ELEVAR EL OBJETIVO DE INFLACIÓN SOBRE LA DISTRIBUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN EL ÁREA DEL EURO



2 EFECTO DE ESTRATEGIAS ALTERNATIVAS DE POLÍTICA MONETARIA SOBRE LA DISTRIBUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN EL ÁREA DEL EURO

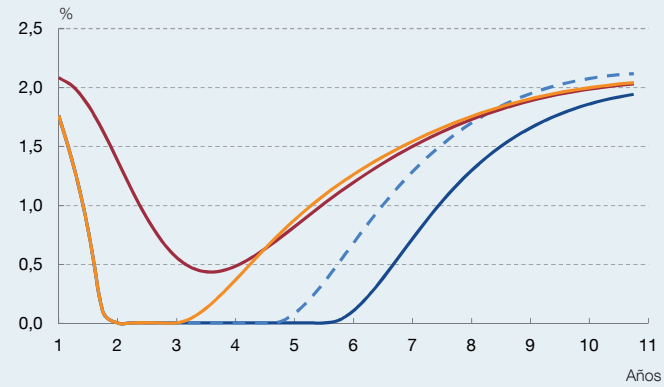


FUENTE: Banco de España, a partir del modelo JoSE.

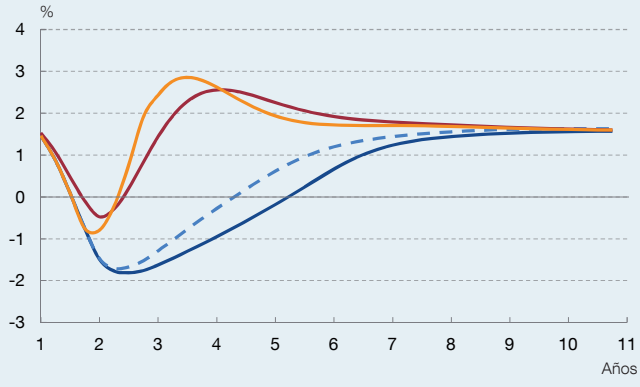
Gráfico 2
RESPUESTA A UNA CAÍDA DE LA DEMANDA PARA DISTINTAS ESTRATEGIAS DE POLÍTICA MONETARIA

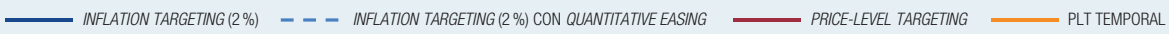
La implementación del QE junto con una regla con el objetivo del 2 % es solo efectiva a la hora de reducir presiones deflacionarias cuando el tamaño acumulado del programa de compras es elevado. En cambio, una regla con *price-level targeting* evita directamente el ELB mediante la promesa de una mayor inflación futura.

1 TIPO DE INTERÉS NOMINAL



2 INFLACIÓN





FUENTE: Banco de España, a partir del modelo JoSE.

Dentro del marco del *inflation targeting,* una modificación habitualmente propuesta para reducir la frecuencia de los episodios de ELB es elevar el objetivo de inflación. Las simulaciones indican que aumentar dicho objetivo al 3 %, por ejemplo, reduciría sustancialmente la frecuencia con la que se alcanza el ELB, desde el 9 % hasta el 2 %. Sin embargo, como muestra el gráfico 1.1, la reducción de la probabilidad de que se generen inflaciones muy bajas (típicamente asociadas a episodios de ELB) tiene lugar a costa de un aumento importante de la probabilidad de que haya inflaciones muy elevadas.

Como alternativa al régimen del *inflation targeting,* cabe considerar una regla de *price-level targeting* (PLT)[5], en la que el tipo de interés responde a las desviaciones del nivel de los precios respecto a una senda objetivo, en vez de hacerlo a las desviaciones de la inflación. Las simulaciones del modelo muestran que esta regla resulta eficaz para reducir el porcentaje de trimestres en los que la economía alcanza el ELB y para mitigar casi por completo los costes asociados en términos de caídas del PIB y de la inflación, así como para disminuir de manera sustancial la varianza de esta última. El mecanismo a través del cual opera esta regla es la generación de expectativas de inflación futura elevadas (y, por tanto, de un tipo de interés real más bajo) durante episodios de ELB en los que el nivel de precios cae por debajo de su tendencia objetivo, fruto de una inflación demasiado baja.

Como se ha expuesto en el texto principal, la estrategia de PLT puede resultar de difícil aplicación en la práctica, debido a la posible falta de credibilidad acerca del compromiso de la autoridad monetaria de compensar inflaciones altas con inflaciones bajas (con la consiguiente contracción de la actividad económica y del empleo) en el futuro[6]. En respuesta a esta crítica, Ben Bernanke[7] ha propuesto un régimen de PLT *temporal,* que solo aplica cuando la inflación es demasiado baja, como consecuencia de un episodio de ELB vinculante (estando vigente el resto del tiempo el régimen de IT). Según el modelo utilizado en este recuadro, bajo una regla de este tipo la reducción del porcentaje de los trimestres en el ELB no es tan grande como bajo las alternativas anteriores, pero se mantiene la eliminación casi completa de los costes en términos de PIB e inflación[8].

Otra alternativa intermedia entre IT y PLT sería una regla de Taylor que respondiese a las desviaciones de la inflación, pero en términos de una media móvil relativamente larga: por ejemplo, de cuatro años[9]. Esta regla obtiene una reducción del porcentaje de trimestres en ELB similar a la de PLT, pero resulta menos eficaz a la hora de eliminar los costes derivados de las caídas persistentes del PIB y de la inflación cuando la economía entra en el ELB.

Por último, se considera el papel que desempeñan las políticas no convencionales dentro del marco actual de IT. En concreto, en el modelo se combina la regla de objetivo de inflación en el 2 % con la implementación de programas de compra de activos *[quantitative easing* (QE)], cuando la política convencional de tipos de interés se encuentra restringida por el ELB. Para ello, se consideran dos reglas diferentes de compra de activos: una que replica el tamaño y la duración que se observan en el programa de compra de activos del BCE (APP, por sus siglas en inglés), y otra en la que se dobla el volumen de compras de activos. Las simulaciones muestran que estas medidas apenas reducen

5 Véanse L. Svensson (1999), «Price-Level Targeting versus Inflation Targeting: A Free Lunch?», *Journal of Money, Credit and Banking,* 31, pp. 277-295, y V. Gaspar, F. Smets y D. Vestin (2007), *Is Time Ripe for Price Level Path Stability?,* ECB Working Papers, 818.

6 Otra posible matización a la conveniencia de adoptar PLT es la planteada por R. Barnett y R. Engineer (2000), «When is Price-Level Targeting a Good Idea?», *Price Stability and the Long-run Target for Monetary Policy,* Bank of Canada, Actas de la Conferencia celebrada en el Banco de Canadá, junio, pp. 101-136. Los autores sostienen que las ventajas de dicho régimen son menores cuando las expectativas de inflación de los agentes económicos están alineadas con la inflación recientemente observada (expectativas *backward-looking).*

7 B. Bernanke (2017), *Monetary Policy for a New Era,* Peterson Institute for International Economics, Washington.

8 El hecho de que esta regla produzca un coste de PIB e inflación negativo es posible gracias a la asimetría de esta política: responde de manera distinta a los *shocks* fuertemente negativos y a los fuertemente positivos, lo cual se refleja, como muestra el gráfico 1.2, en una reducción de la densidad de la cola izquierda, que apenas afecta a la cola derecha de la distribución.

9 M. Nessén y D. Vestin (2005), «Average Inflation Targeting», *Journal of Money, Credit and Banking,* 37, pp. 837-863, se refieren a esta estrategia como *average inflation targeting*. En el límite, una regla que respondiera a una media móvil infinitamente larga de la inflación sería equivalente a una regla de PLT.

el número de episodios de ELB registrados, pero sí hacen que disminuyan sustancialmente su duración y, sobre todo, los costes asociados de PIB e inflación: con la calibración que replica el tamaño del APP, estos costes se reducen hasta niveles muy similares a los que conseguiría un aumento del objetivo de inflación hasta el 3 %. Si bien esta regla no hace que decrezca sustancialmente la probabilidad de observar inflaciones negativas de tamaño moderado, sí es eficaz a la hora de evitar inflaciones muy negativas (véase gráfico 1.2). Por su parte, la regla más agresiva (que duplica el ritmo de compras respecto a lo observado) podría potencialmente eliminar por completo los costes de PIB e inflación asociados al ELB.

Para ayudar a explicar mejor el funcionamiento de las distintas reglas monetarias, en el gráfico 2 se muestra la respuesta del tipo de interés nominal y de la inflación a una combinación de *shocks* de demanda negativos, que, bajo la regla con objetivo de inflación del 2 %, llevan a la economía al ELB durante cuatro años. La introducción del QE en magnitud similar a la del APP reduce la duración del ELB y las presiones deflacionarias, pero su efectividad es inicialmente reducida y solo aumenta conforme el tamaño del balance del banco central se va incrementando. La regla de PLT, a través de una promesa de mayor inflación futura y de la consiguiente reducción del tipo de interés real *ex ante,* consigue que la economía no alcance el ELB. Finalmente, el régimen de PLT temporal no evita que se alcance la restricción del ELB, pero sí permite una salida rápida.

En resumen, las anteriores simulaciones sugieren que reglas específicamente diseñadas para hacer frente a episodios de ELB, como un PLT permanente o temporal, o la introducción de programas de compra de activos ofrecen un grado de eficacia a la hora de reducir la incidencia y los costes de tales episodios similar al de otras estrategias potencialmente más ineficientes, como aumentar el objetivo de inflación.

Recuadro 3.4

LA IMPLEMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA TRAS LA CRISIS: UNA COMPARACIÓN ENTRE UN SISTEMA «PASILLO» Y UN SISTEMA «SUELO»

Como se ha señalado en el texto principal, la expansión del balance de los principales bancos centrales ha dado lugar a una transición *de facto* de un marco operativo caracterizado por la escasez de reservas bancarias (en relación con los requerimientos mínimos) y por rentabilidades del mercado monetario que fluctuaban dentro del «pasillo» formado por los tipos de interés de las facilidades de depósito y de préstamo, a otro caracterizado por una gran abundancia de reservas y por rentabilidades próximas a su «suelo» (el tipo de la facilidad de depósito). Ante la perspectiva de una progresiva normalización de la política monetaria, estos bancos centrales se enfrentan al dilema de mantener el actual «sistema suelo» o volver al anterior «sistema pasillo». Este recuadro emplea el modelo macroeconómico de Arce, Nuño, Thaler y Thomas (2018) para comparar las propiedades estabilizadoras de ambos sistemas en situaciones en las que la política monetaria se encuentra restringida por el límite inferior de los tipos de interés[1].

Arce *et al.* proponen un modelo de equilibrio general neokeynesiano con una caracterización detallada del sector bancario. En el modelo, los bancos tienen oportunidades de inversión heterogéneas, lo que da lugar a un mercado interbancario donde los bancos se prestan dinero entre ellos. Para capturar su naturaleza bilateral en la práctica, en el modelo se supone que, en el mercado interbancario, los bancos que solicitan u ofrecen crédito tienen que buscarse unos a otros de forma activa. En caso de no encontrar una contraparte, pueden usar las facilidades de depósito o de crédito (según corresponda) del banco central. Así, el tipo de interés del mercado interbancario se encuentra siempre dentro del pasillo formado por los tipos de interés de ambas facilidades. La posición exacta del tipo interbancario dentro de este pasillo depende de las condiciones de liquidez de ese mercado: cuanto mayor sea la oferta de crédito relativa a la demanda, más cerca estará el tipo interbancario del suelo marcado por el tipo de interés de la facilidad de depósito. Los restantes tipos de interés de la economía están ligados al tipo interbancario, de forma que las fluctuaciones de este se trasladan a los tipos de interés que reciben los hogares por sus depósitos y que pagan las empresas por sus créditos.

El banco central, en el modelo, tiene dos maneras de influir sobre los tipos de interés de mercado. Por un lado, mediante la política monetaria convencional, el banco central modifica los tipos de las facilidades de depósito y de crédito. Así, por ejemplo, cuando este desplaza el pasillo hacia abajo, hace descender el tipo interbancario y, por lo tanto, induce una bajada del resto de los tipos de mercado. Por otro lado, el banco central puede afectar a las condiciones de liquidez del mercado interbancario y, por tanto, a la posición del tipo interbancario dentro del pasillo, a través de políticas de compra de activos *(quantitative easing).* Por ejemplo, cuando la autoridad monetaria compra bonos soberanos en posesión de los bancos, aquellos con peores oportunidades de inversión intentan prestar en el mercado interbancario la nueva liquidez obtenida. El aumento consiguiente de la oferta de crédito interbancario tiene dos consecuencias. Primero, los bancos prestamistas que consiguen encontrar contrapartidas se ven forzados a aceptar tipos de interés más bajos. Segundo, aumenta la proporción de bancos prestamistas que *no* encuentran contrapartidas y, por tanto, se ven forzados a depositar sus fondos en el banco central en forma de reservas. El modelo, por tanto, explica cómo compras de activos por parte del banco central generan un aumento del volumen de reservas y desplazan el tipo interbancario hacia su suelo, en línea con la experiencia internacional descrita anteriormente. El gráfico 1 muestra, para el área del euro, la relación entre la cantidad de reservas (en porcentaje del PIB) y el diferencial entre el tipo interbancario (en particular, el índice eurepo de rentabilidades interbancarias) y la remuneración de las reservas, junto con la predicción del modelo sobre dicha relación (línea negra).

A continuación se emplea el modelo para comparar la capacidad estabilizadora de un sistema suelo con la de un sistema pasillo. Considérese una situación en la que la economía se encuentra en su estado estacionario o «de largo plazo». En esta situación, el tipo de interés de los depósitos de los hogares y el tipo interbancario dependen solo de factores reales —como la tasa de descuento de los hogares— y del nivel de inflación

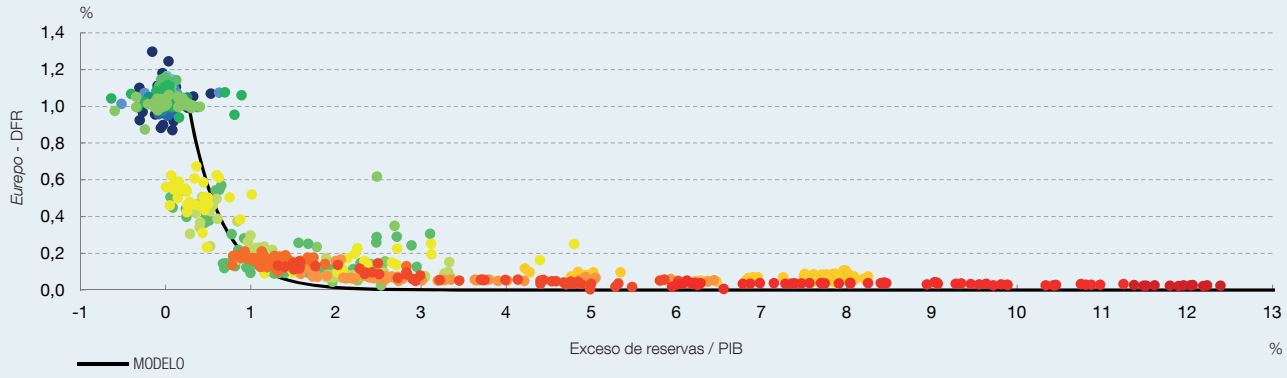
1 Ó. Arce, G. Nuño, D. Thaler y C. Thomas (2018). *A Large Central Bank Balance Sheet? Floor vs Corridor Systems in a New Keynesian Environment,* Documentos de Trabajo, n.º 1851, Banco de España. Como se comenta en el texto principal, este era el mecanismo fundamental para la conducción de la política monetaria antes de la crisis.

objetivo del banco central, pero *no* del sistema operativo de la política monetaria (suelo o pasillo)[2]. Lo que sí depende de este sistema es el tipo de interés de las reservas en el largo plazo. Si el banco central emplea un sistema pasillo, el tipo interbancario se encuentra en la mitad de este, por lo cual el tipo de las reservas está *por debajo* del interbancario. En cambio, si emplea un sistema suelo, el interbancario es igual al tipo de las reservas. Por lo tanto, en el largo plazo el sistema suelo implica un nivel del tipo de interés de las reservas más *alto* que el que implica el sistema pasillo y, en consecuencia, más margen para recortarlo ante *shocks* negativos. La magnitud de este margen adicional equivale a la mitad de la anchura del pasillo simétrico. Por ejemplo, la diferencia entre los tipos de las facilidades de crédito y de depósito del Banco Central Europeo antes de la crisis era de 200 puntos básicos (pb); en tal caso, la ganancia de espacio en un sistema suelo sería de 100 pb.

Las líneas azules y rojas de los gráficos 2, 3.1 y 3.2 ejemplifican esta comparación mostrando la respuesta de la economía a un *shock* negativo de demanda, en una versión del modelo calibrada para el área del euro. En un escenario con sistema pasillo, en el que el banco central mantiene el tamaño de su balance en niveles reducidos (líneas azules de los gráficos 2 y 3.1), el efecto deflacionario del *shock* es lo bastante fuerte como para que el banco central reduzca el tipo de la facilidad de depósito hasta su cota inferior y lo mantenga ahí durante varios trimestres[3]. Las líneas rojas de los gráficos 2 y 3.2 muestran la misma situación, pero partiendo de un estado estacionario con sistema suelo, esto es, con un balance del banco central lo bastante grande como para que el tipo de las reservas se iguale en todo momento al tipo interbancario y, por tanto, parta de un nivel inicial más alto. En este caso, el banco central tiene más espacio (100 pb, en este ejemplo)

Gráfico 1
RELACIÓN ENTRE EL EXCESO DE RESERVAS Y SU COSTE DE OPORTUNIDAD EN EL ÁREA DEL EURO (a)

El gráfico muestra la relación histórica entre el exceso de reservas bancarias depositadas en el BCE y el coste de oportunidad de estas, definido como la diferencia entre el tipo de interés interbancario colateralizado *(eurepo)* y el de la facilidad marginal de depósito (DFR). La línea muestra los resultados obtenidos mediante el modelo económico considerado.



FUENTE: Banco de España, a partir del modelo de Arce, Nuño, Thaler y Thomas (2018).

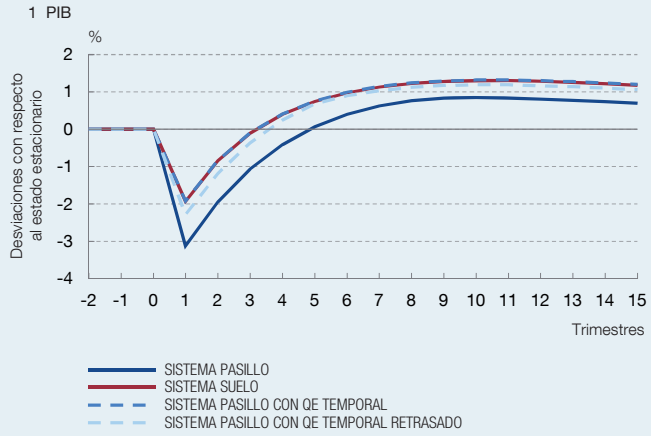
a Los colores indican el año, desde el azul oscuro, que corresponde al comienzo de la muestra (1999), hasta el rojo (2019).

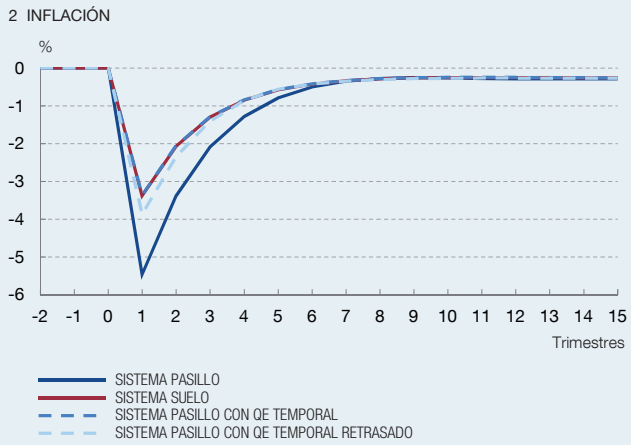
2 En el modelo, para calibraciones plausibles, la remuneración de los depósitos de los hogares se encuentra siempre muy cerca del tipo interbancario y, en el caso del sistema suelo, es exactamente igual a este último.

3 Arce *et al*. (2018), *op. cit.* En el modelo, el banco central ajusta sus tipos de interés (con una distancia entre los límites superior e inferior del pasillo que se supone constante) de forma que el tipo *interbancario,* es decir, el objetivo operativo del banco central, sigue una regla de Taylor simple que responde a desviaciones de la inflación respecto de su objetivo, *excepto* cuando el tipo de la facilidad de depósito que implementa el nivel deseado del tipo interbancario choca con su cota inferior; en ese caso, el banco central pierde la capacidad de seguir reduciendo los tipos para devolver la inflación a su objetivo.

LA IMPLEMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA TRAS LA CRISIS: UNA COMPARACIÓN ENTRE UN SISTEMA «PASILLO» Y UN SISTEMA «SUELO» (cont.)

Gráfico 2
PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS





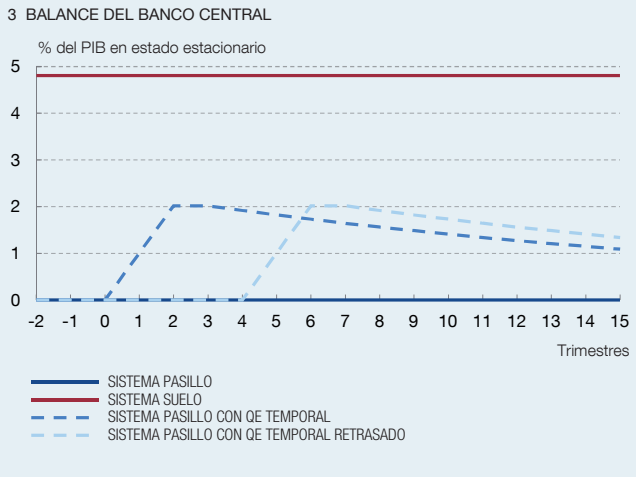
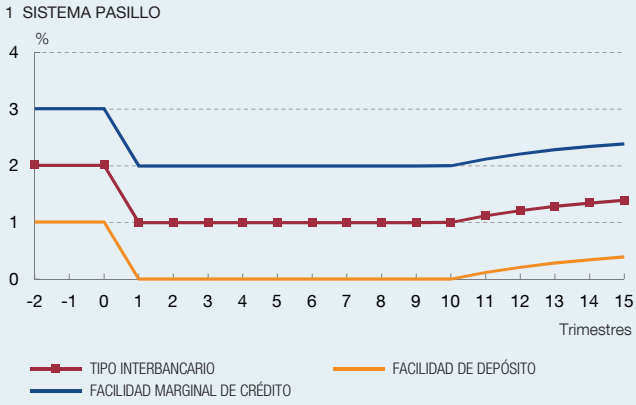
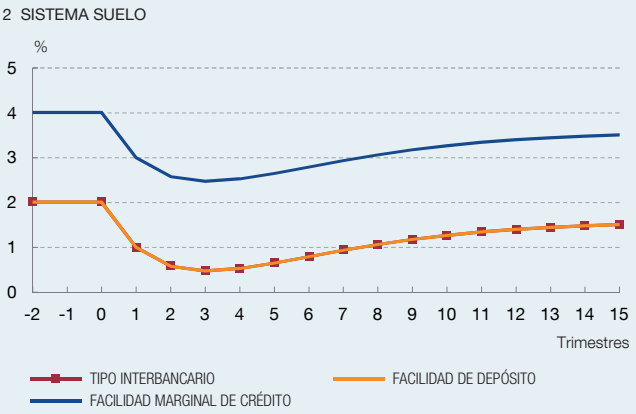
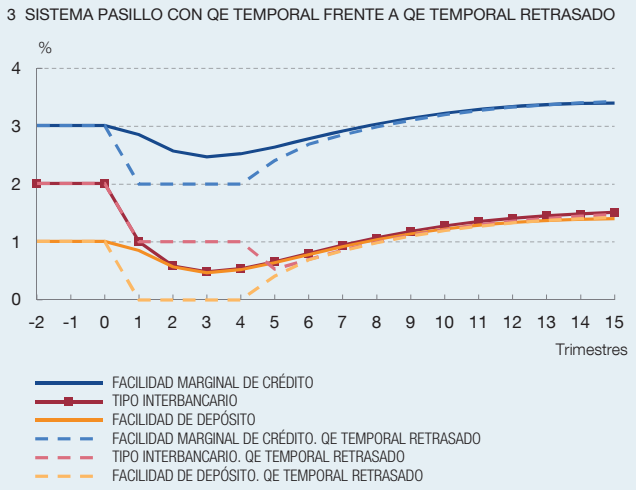


Gráfico 3
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES E INTERBANCARIO EN UN SISTEMA PASILLO/SUELO







FUENTE: Banco de España.

Recuadro 3.4

LA IMPLEMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA TRAS LA CRISIS: UNA COMPARACIÓN ENTRE UN SISTEMA «PASILLO» Y UN SISTEMA «SUELO» (cont.)

para bajar el tipo de la facilidad de depósito. Esto se traduce en una mayor caída del tipo interbancario y, por extensión, del resto de los tipos de mercado. Este mayor estímulo permite mitigar el impacto de la crisis —reduciendo la caída de la actividad y de los precios— lo suficiente, de hecho, para que el banco central no vea necesario reducir la remuneración de las reservas hasta su límite inferior.

La comparación anterior supone que, en el sistema pasillo, el banco central no introduce ninguna medida de expansión del balance. Las líneas azul oscuro discontinuas del gráfico 2 y las líneas continuas del gráfico 3.3 muestran un tercer escenario, en el que el banco central parte de un sistema pasillo, pero expande su balance a través de un programa temporal de compra de bonos públicos implementado de forma contemporánea al *shock* recesivo; una situación que se reflejaría, de manera aproximada, en la experiencia reciente de los bancos centrales de las principales economías avanzadas. Con dicha medida, el banco central logra comprimir el diferencial entre el tipo interbancario y el de las reservas, y, por tanto, conseguir una caída adicional de aquel y del resto de los tipos de mercado. El estímulo adicional resultante permite una estabilización del PIB y de la inflación similar a la del sistema suelo. Sin embargo, esta equivalencia depende crucialmente de que el banco central tenga la capacidad de activar sus compras de activos tan pronto como se produce la perturbación adversa, algo que en la práctica puede resultar complejo (por ejemplo, por motivos operativos o institucionales). Las líneas azul claro discontinuas del gráfico 2 y las líneas discontinuas del gráfico 3.3 muestran un escenario alternativo, en el que el banco central inicia las compras de activos con un año de retraso respecto del comienzo de la recesión. En este caso, el estímulo es menor, por lo cual el PIB y la inflación disminuyen más que en los dos casos anteriores.

En resumen, un sistema suelo proporciona tanto un control directo de los tipos de interés de mercado como un mayor espacio para recortar los tipos de referencia en respuesta a *shocks* negativos. Si bien un sistema pasillo que implemente programas temporales de compra de activos puede lograr un estímulo monetario muy similar, esto requiere que dichos programas se implementen con la suficiente celeridad. En la práctica, sin embargo, la activación y la implementación de los programas de compra de activos pueden sufrir demoras que reduzcan su efectividad, al contrario de lo que sucede con la política de tipos de interés, cuyos cambios, en general, requieren operaciones menos complejas.



4

CONSECUENCIAS ECONÓMICAS DE LOS CAMBIOS DEMOGRÁFICOS

Resumen

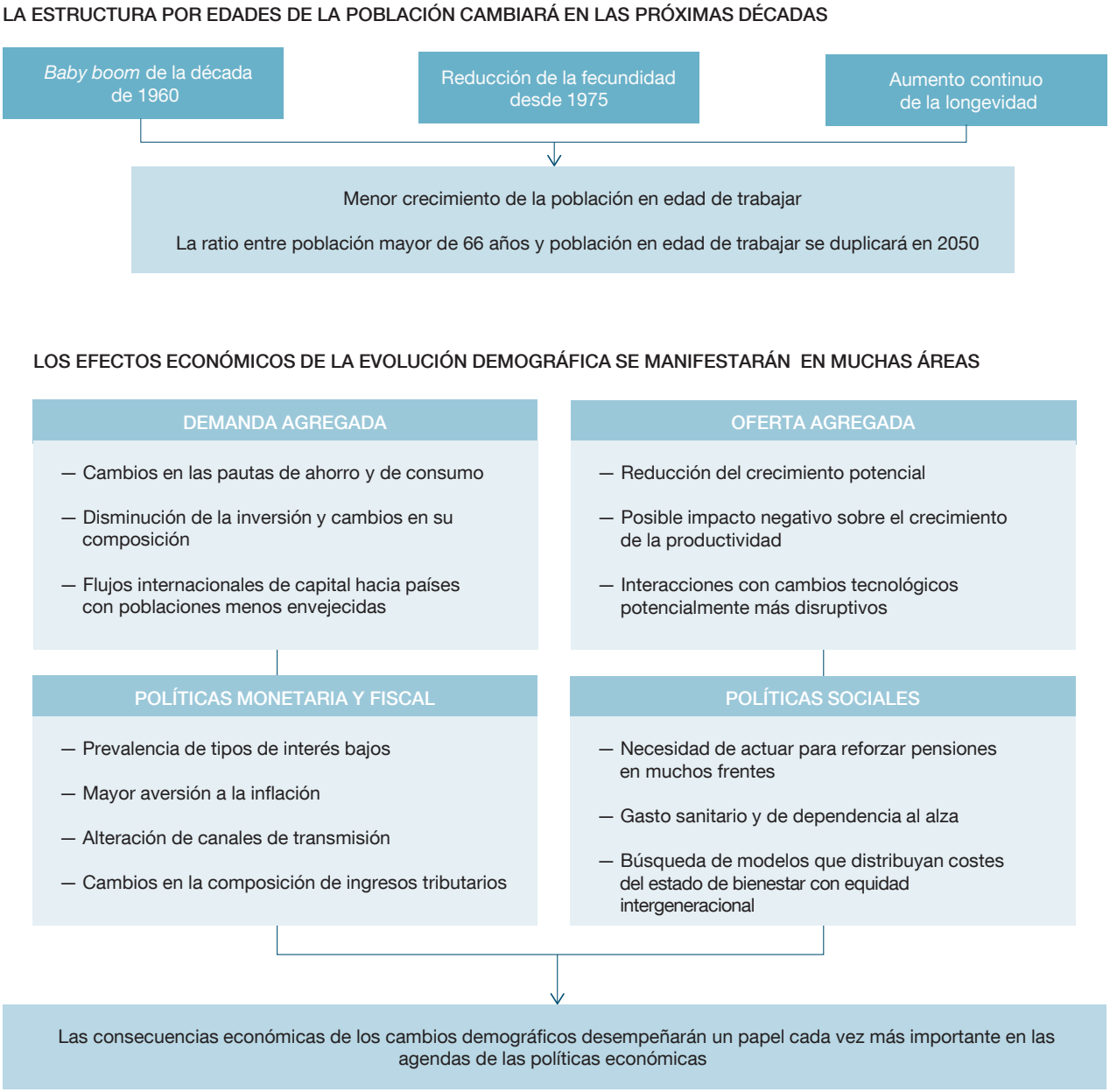
Dos tendencias estructurales condicionarán el contexto macroeconómico en las próximas décadas: los cambios demográficos y los avances tecnológicos. La llegada a la jubilación de las numerosas cohortes de población nacidas tras la Segunda Guerra Mundial, la baja tasa de fecundidad durante las cuatro últimas décadas y el aumento continuado de la longevidad están provocando una disminución del peso relativo de la población en edad de trabajar en los países avanzados, que es particularmente intensa en España. Este cambio se acelerará en los próximos años, y, junto con ello, nuevos avances tecnológicos (en parte, relacionados con los cambios demográficos) modificarán el contexto macroeconómico.

El envejecimiento de la población tiene consecuencias importantes sobre la oferta y la demanda agregadas de la economía, así como sobre las políticas macroeconómicas. Hay fundamentación teórica y evidencia empírica rigurosas para sostener que los cambios demográficos afectarán tanto al consumo (y a su composición) como a la inversión, al empleo, a la productividad y a la determinación de salarios y de precios. Como consecuencia de todo ello, la eficacia de las políticas monetaria y fiscal se verá afectada, en primer lugar, porque el menor crecimiento de la población en edad de trabajar hace más probable que los tipos de interés se mantengan en cotas reducidas y, en segundo lugar, porque tanto el nivel y la composición de los gastos públicos y de los ingresos tributarios como la transmisión de impulsos fiscales a la actividad económica dependen de la estructura por edades de la población.

El sistema de pensiones y otras políticas sociales tendrán que ser reorientados en función de las necesidades de una población más envejecida, **teniendo en cuenta criterios de sostenibilidad financiera y de equidad intergeneracional.** En una parte muy relevante, las necesidades de gasto de los sistemas de pensiones y sanitario y de dependencia están directamente relacionadas con el tamaño de la población de edad avanzada, cuyo crecimiento hace necesario redefinir las coberturas de sus prestaciones y sus formas de financiación. Dado que dichos gastos se financian mayoritariamente mediante transferencias intergeneracionales de rentas, las reformas en ambos frentes afectan al bienestar de generaciones presentes y futuras y, por tanto, han de implementarse teniendo en cuenta la distribución de costes y de beneficios entre todas ellas.

Esquema 4.1

CONSECUENCIAS ECONÓMICAS DE LOS CAMBIOS DEMOGRÁFICOS



FUENTE: Banco de España.

1 Introducción

Tres fenómenos demográficos están alterando el contexto sociodemográfico: la llegada de los *baby boomers* a la jubilación, la disminución de la fecundidad y el aumento de la longevidad. La evolución demográfica de los países avanzados muestra algunos factores comunes. En primer lugar, todos ellos se beneficiaron del nacimiento de una generación muy numerosa después de la Segunda Guerra Mundial, aunque en España esto ocurrió con algunos años de retraso. En segundo lugar, en todos ellos se ha producido una disminución significativa de la tasa de fecundidad, que ha sido más acusada en España que en otros países. Finalmente, la longevidad sigue creciendo, y la esperanza de vida en España es de las más elevadas del mundo. Como consecuencia, las proyecciones de población disponibles para nuestro país apuntan a que en las próximas décadas es probable que la población en edad de trabajar disminuya, incluso si se mantuvieran los flujos de inmigración en niveles elevados. Asimismo, cabe esperar, con toda seguridad, que la composición por edades de la población cambie sustancialmente, con un peso relativo de la población mayor de 66, años que, a mediados de este siglo, sería 12 puntos porcentuales (pp) mayor que el actual [es decir, del 29,2 %, frente al 17,1 %, según las proyecciones demográficas del Instituto Nacional de Estadística (INE)].

Este capítulo analiza las consecuencias económicas de estos cambios demográficos, referidas tanto al funcionamiento de la economía como a algunas de las principales políticas económicas. El nuevo contexto sociodemográfico producirá efectos económicos de diversa índole, cuya descripción y análisis constituyen los principales objetivos de este capítulo. Así, cuáles son los principales determinantes de los cambios demográficos, cómo afectan a las variables macroeconómicas (empleo, inflación, producción, etc.) y cuáles son sus implicaciones para las políticas económicas constituyen las principales cuestiones que se abordan a continuación.

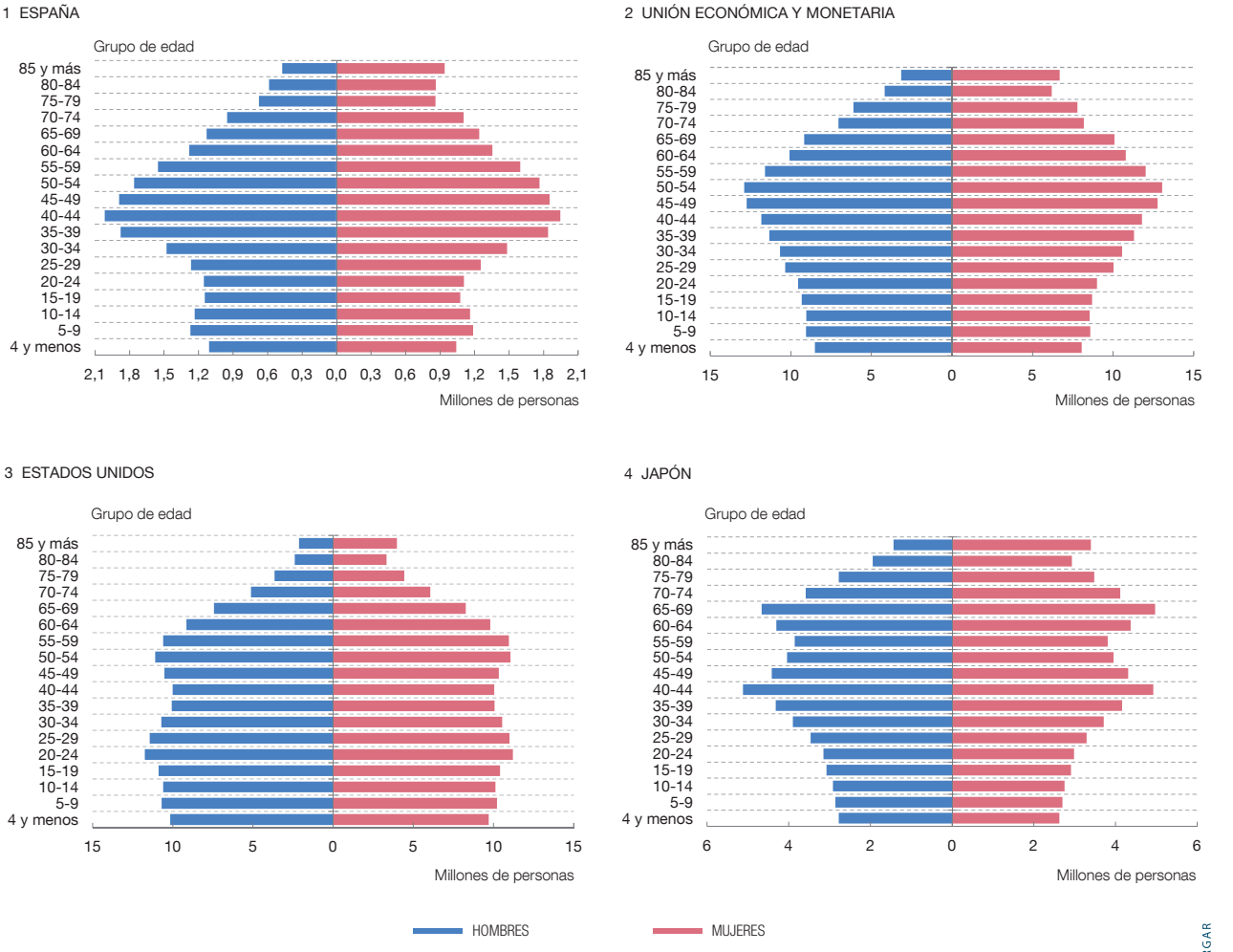
2 El panorama demográfico: fecundidad, longevidad e inmigración

La actual pirámide de la población española muestra un notable ensanchamiento en las edades centrales. En los países occidentales, las cohortes de población más numerosas son en la actualidad las de edades comprendidas entre los 45 y los 65 años (véase gráfico 4.1). Esto se debe al aumento de la fecundidad registrado tras la Segunda Guerra Mundial, conocido como *baby boom,* que en España sucedió con cierto retraso en relación con otros países (en 1960-1975, en lugar de en 1945-1965). La evolución de la población mayor de 66 años durante las próximas décadas está determinada, en su mayor parte, por el tamaño relativo y el contexto temporal del *baby boom*. En el caso de España, estos

Gráfico 4.1

LAS PIRÁMIDES DE POBLACIÓN EN PAÍSES DESARROLLADOS REFLEJAN UN ENSANCHAMIENTO EN LAS EDADES CENTRALES (a)

Además, este ensanchamiento es más abultado en España que en otros países avanzados, lo que anticipa que el progresivo aumento de la población de edad más avanzada a lo largo de los próximos años será más intenso en el caso español.



FUENTES: Comisión Europea, Naciones Unidas y Banco de España.

a Para España y la UEM, cifras referidas al 1 de enero de 2017, y para Estados Unidos y Japón, referenciadas al 1 de julio de 2015.

DESCARGAR

dos factores tendrán un impacto sobre la composición por edades de la población especialmente elevado.

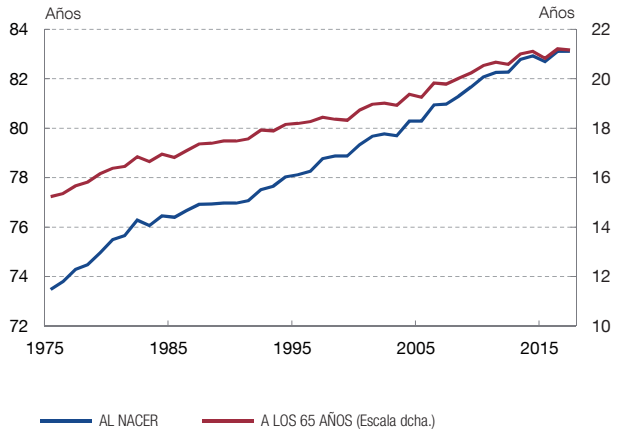
La longevidad continúa aumentando de manera persistente. Un segundo factor que contribuye al rápido crecimiento de la población de edad avanzada es el aumento de la longevidad (véase gráfico 4.2). En España, desde 1975, la esperanza de vida al nacer ha crecido al ritmo de 2,2 años por década (1,4 años por década en el caso de la esperanza de vida a los 65 años). Por un lado, una mayor proporción de cada generación sobrevive hasta alcanzar edades avanzadas y, por otro, las tasas de supervivencia a edades avanzadas son cada vez más elevadas. Al mismo

Gráfico 4.2

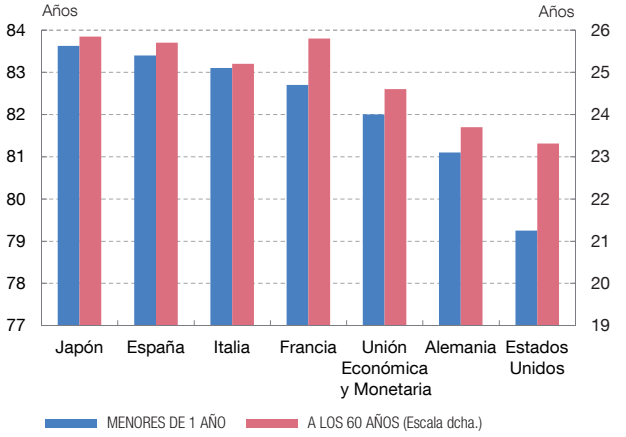
ESPAÑA ESTÁ ENTRE LOS PAÍSES A LA CABEZA EN LONGEVIDAD

Una de las causas del envejecimiento demográfico es la prolongada tendencia creciente de la longevidad, situándose la esperanza de vida al nacer y a los 65 años en España por encima de la media europea, sin producirse señales de su estancamiento. Hay un progresivo aumento del porcentaje de cada generación que supera edades avanzadas y la supervivencia en estas es cada vez más elevada.

1 EVOLUCIÓN DE LA ESPERANZA DE VIDA EN ESPAÑA



2 ESPERANZA DE VIDA POR PAÍSES (a)



DESCARGAR

FUENTES: Comisión Europea, Naciones Unidas e Instituto Nacional de Estadística.

a Corresponde al año 2017, excepto en Estados Unidos y en Japón, para los que se refiere a 2015.

tiempo, los avances tecnológicos en el sistema sanitario y en las pautas de comportamiento en relación con la salud pueden permitir que el incremento de la longevidad siga produciéndose, al menos, a tasas parecidas a las observadas en el pasado. De ser así, el aumento del peso relativo de la población de edades avanzadas podría producirse en mayor medida de lo previsto en las proyecciones demográficas ahora disponibles[1].

La reducción de la tasa de fecundidad provocará una disminución de la población en edad de trabajar. Después del *baby boom*, las tasas de fecundidad en los países avanzados han disminuido notablemente (véase gráfico 4.3). En España, la caída del número de hijos por mujer en edad fértil ha sido más pronunciada que en otros países (2,8 a mediados de los setenta, y alrededor de 1,3 en 2017), y la tasa de fecundidad continúa siendo especialmente baja, a pesar de la contribución de la población inmigrante (que, inicialmente, tiene tasas de fecundidad más elevadas que la población nacional). Como resultado, la población infantil y la de la cohorte que se encuentra en la primera etapa de su vida laboral son de un tamaño reducido en relación con la de edades medias.

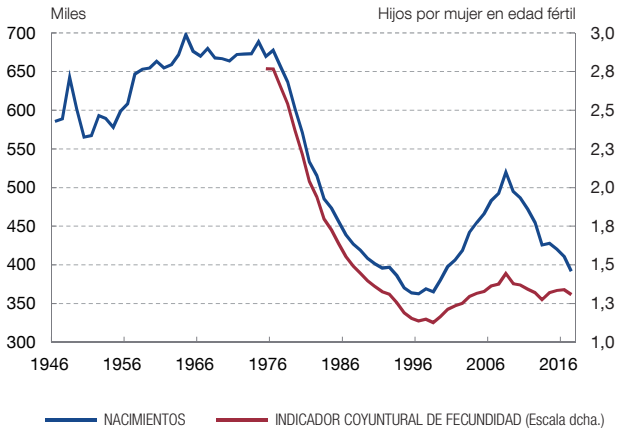
1 Sobre longevidad y estados de salud en edades avanzadas según grupos sociodemográficos, véase Bohacek, Bueren, Crespo, Mira y Pijoan-Mas (2018).

Gráfico 4.3

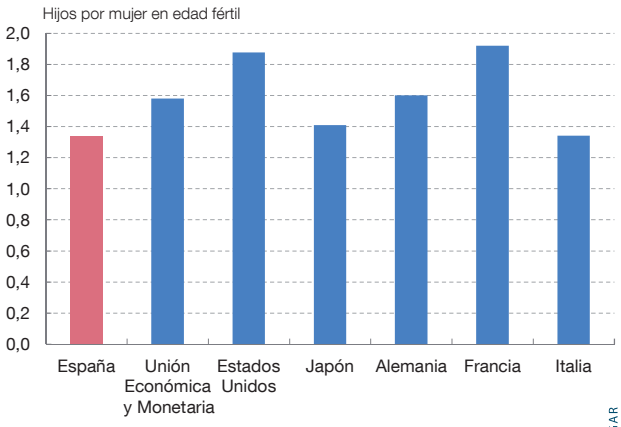
LA FECUNDIDAD EN ESPAÑA, DE LAS MÁS BAJAS INTERNACIONALMENTE, REDUCIRÁ EL COLECTIVO EN EDAD DE TRABAJAR

La reducción de la fecundidad en España ha sido muy pronunciada, superior a la del resto de países avanzados, lo que provoca que el tamaño de la población infantil y más joven sea reducido en relación con el del colectivo de edades medias.

1 EVOLUCIÓN DE LA FECUNDIDAD EN ESPAÑA



2 TASA TOTAL DE FERTILIDAD POR PAÍSES (a)



DESCARGAR

FUENTES: Comisión Europea, Naciones Unidas e Instituto Nacional de Estadística.

a Corresponde al año 2016, excepto en Estados Unidos y en Japón, para los que se refiere al período 2010-2015.

La inmigración ha contribuido a aumentar el tamaño de la población en edad de trabajar. La fuerte inmigración del período 1995-2008 disminuyó durante la crisis, cuando también se produjo un repunte de la salida de residentes al extranjero. En la actualidad se reciben unos flujos netos de inmigración del 0,4 % de la población nacional (véase gráfico 4.4). Si bien existe un elevado grado de incertidumbre sobre cómo pueden evolucionar dichos flujos en el futuro, el escenario más probable, de acuerdo con los modelos más comúnmente utilizados, es de un crecimiento de la población, debido a los flujos migratorios de unas 200.000 personas al año durante las tres próximas décadas[2]. La población inmigrante es más joven que la población nacional y, por tanto, su llegada hace aumentar el peso relativo de la población de edades más bajas. Sin embargo, tal efecto es duradero solo en la medida en que los flujos de inmigrantes se incrementen en el futuro.

Las políticas de conciliación de la vida familiar y laboral y en favor de la natalidad pueden contribuir a alcanzar una situación demográfica más equilibrada. Con un horizonte temporal más largo, el aumento de la tasa de fecundidad resulta imprescindible para alcanzar una composición de la población por grupos de edad más equilibrada. No obstante, hay que tener en cuenta que, en los próximos años, incluso si aumentara significativamente la tasa de fecundidad, el número de nacimientos se mantendría en

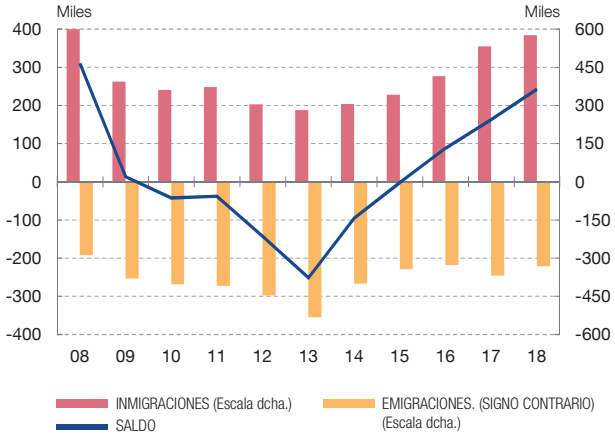
2 Véase, por ejemplo, Fernández-Huertas Moraga y López-Molina (2018).

Gráfico 4.4

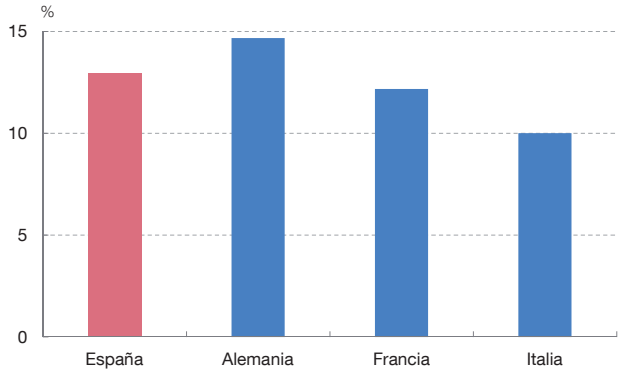
LOS FLUJOS DE INMIGRACIÓN SOLO PUEDEN COMPENSAR EL ENVEJECIMIENTO DEMOGRÁFICO EN EL CORTO PLAZO

La inmigración podría mitigar, al menos en parte, el envejecimiento demográfico, al aumentar el tamaño de la población en edad de trabajar, al igual que ocurrió en la década anterior a la crisis. Sin embargo, este efecto se desvanecerá más allá del corto plazo engrosando adicionalmente la población en edades más avanzadas.

1 SALDO MIGRATORIO CON EL EXTRANJERO EN ESPAÑA (a)



2 PESO DE LOS NACIDOS EN EL EXTRANJERO, POR PAÍSES, EN 2017



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

a Empresas cuyo indicador (REB - Ingresos financieros - Gastos financieros) es negativo. Las series de la CBT se han calculado como un promedio de los datos trimestrales de cada año, excepto para el año 2011, en que se calculó la media de los 4 últimos trimestres (hasta el 2º trimestre de 2011).

DESCARGAR

niveles reducidos, dado que el tamaño actual de la cohorte de mujeres en edad fértil es pequeño. Solo si dicho crecimiento fuera muy elevado, rápido y permanente, sería posible que, en un horizonte más amplio, aumentaran significativamente, primero, el número de nacimientos y, luego, dos décadas después, el tamaño de las cohortes de jóvenes en edad laboral. Por ello, resulta urgente impulsar políticas de conciliación de la vida familiar y la laboral y en favor de la natalidad que, garantizando la igualdad efectiva entre géneros, resulten, cuanto antes, en un aumento significativo y permanente de esta última[3].

Las proyecciones de población muestran que durante las próximas décadas se producirá un aumento muy significativo del peso relativo de la población mayor de 66 años. A pesar de la incertidumbre asociada a la evolución de las variables demográficas (especialmente, a los flujos migratorios), parece inevitable que se produzca un fuerte incremento del peso relativo de la población mayor de 66 años (tanto más elevado cuanto mayor sea el aumento de la longevidad). Como pone de manifiesto el recuadro 4.1, aun a pesar de las importantes diferencias de los distintos supuestos sobre tasas de fecundidad y de inmigración que subyacen a las proyecciones de población de varios organismos, la ratio entre la población mayor de 66 años y la población de 16-66 años aumentará significativamente durante las

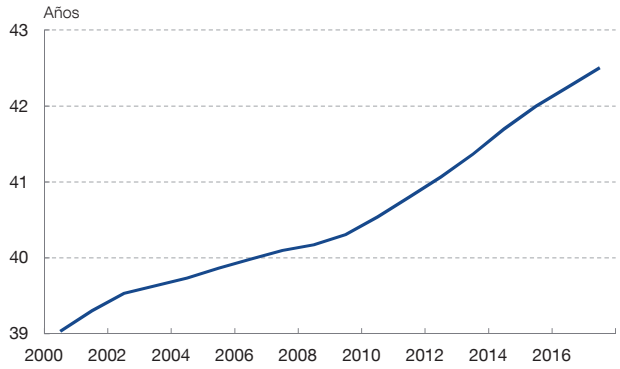
3 Cuáles son las medidas más eficaces para tal objetivo no es un asunto resuelto por la literatura económica. En este campo, hay ejemplos de medidas que parecen producir resultados contrarios a los pretendidos [véase, por ejemplo, Farré y González (2018)].

Gráfico 4.5

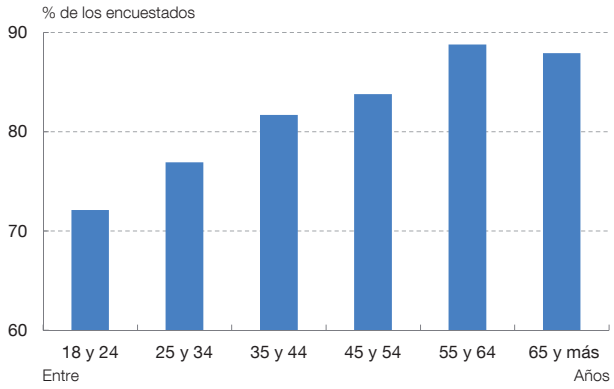
EXISTE UNA CLARA RELACIÓN POSITIVA ENTRE LA EDAD Y LA PARTICIPACIÓN ELECTORAL, QUE SOLO SE INTERRUMPE EN LAS EDADES MÁS AVANZADAS

Posiblemente, el diferencial entre la edad del votante mediano y la edad media de la población se ampliará, por lo que se incrementará el apoyo social a medidas que se financien mediante transferencias intergeneracionales de rentas hacia la población de mayor edad.

1 EVOLUCIÓN DE LA EDAD MEDIA EN ESPAÑA



2 PARTICIPACIÓN ELECTORAL, POR EDAD (a)



FUENTES: Centro de Investigaciones Sociológicas y Banco de España.

a Porcentajes por grupo de edad que declaró haber votado en las Elecciones Generales del 26 de junio de 2016 en la encuesta poselectoral realizada por el CIS.

DESCARGAR

tres próximas décadas, hasta, al menos, duplicar los valores actuales (del 25,6 % en la actualidad al 51,3 % en 2050 según las proyecciones demográficas del INE, y a niveles similares según las restantes proyecciones).

La edad media de la población española y la del votante mediano seguirán aumentando. Más allá de sus consecuencias económicas, el cambio de la estructura por edades de la población también es trascendente para muchas de las decisiones de política económica. Asociado a dicho cambio, se producirá un aumento de la edad media de la población española de, al menos, cinco años (de 43 a 48 años) entre 2018 y 2050 (véase gráfico 4.5). Y, de mantenerse constantes los comportamientos de participación electoral por grupos de edad observados en el pasado (mayor participación de la población de edad avanzada que de la población juvenil), podría aumentar el apoyo social a políticas financiadas mediante transferencias de renta hacia la población de mayor edad, en contra de otras que reduzcan el peso de la carga de la deuda sobre generaciones futuras, que ya se encuentra en niveles elevados actualmente.

3 Envejecimiento de la población y demanda y oferta agregadas

El tamaño de la población en edad de trabajar, así como la composición por edades de la población, es un factor fundamental de la evolución de la

demanda y de la oferta agregadas de la economía. En este apartado se destacan los principales mecanismos por los que variables demográficas afectan al consumo, al ahorro, a la inversión, al empleo, a la productividad y a la determinación de precios y de salarios. Todos ellos tienen implicaciones importantes sobre la conducción de las políticas de estabilización económica y de los programas sociales.

3.1 Efectos sobre el consumo, el ahorro y la inversión: tasas de ahorro y situación financiera a lo largo del ciclo vital

Las pautas de consumo y de ahorro y la composición de la riqueza varían a lo largo del ciclo vital. En las decisiones de consumo, de ahorro y de inversión de los hogares influyen, de manera determinante, las expectativas de renta futura, que, por razones obvias, varían a lo largo del ciclo vital. Así, la población joven tiende, en promedio, a endeudarse, dado que el flujo de renta esperado es tanto mayor cuanto más largo es el período restante de la vida laboral. Por el contrario, la población de edad avanzada suele tener un patrimonio neto positivo que consume durante la jubilación, en mayor o menor medida, según sean sus preferencias por transmitir riqueza a sus herederos.

En el patrimonio de los hogares españoles, los activos inmobiliarios tienen un peso elevado. Una característica relevante de la situación financiera de las familias españolas es el elevado peso de los activos inmobiliarios, especialmente en los hogares cuya persona de referencia es de edad avanzada. En España, un 83,1 % de las familias son propietarias de su vivienda principal (frente a un 66,2 % en la zona del euro), y en aquellas cuya persona de referencia es de edad avanzada dicha tasa de propiedad aumenta al 87,5 % (de 55 a 64 años), al 90,3 % (de 65 a 74 años) y al 88,7 % (de 75 años o más), mientras que en la zona del euro son, respectivamente, el 70,5 %, el 71,9 % y el 68 %[4]. En los hogares cuya persona de referencia es de edad avanzada, la riqueza neta mediana es similar al valor mediano de su vivienda principal[5].

Sin embargo, el peso del ahorro para la jubilación no es especialmente elevado. España ocupa el octavo lugar en tenencia de fondos de pensiones (un 24,5 % de los hogares, frente a un 30 % en la media de la zona del euro[6]), con un volumen algo superior al de países como Italia, Portugal, Austria o Finlandia, pero por debajo de la media de la zona del euro, entre los veinte países europeos para los

4 Datos de Household Finance and Consumption Survey, segunda ola, abril de 2017.

5 La riqueza mediana es la superior a la de la mitad de los hogares e inferior a la de la otra mitad.

6 Véase Household Finance and Consumption Survey.

que existe información comparable[7]. Y, recientemente, la extensión de planes y de fondos de pensiones, tanto individuales como de empresa, parece haberse ralentizado[8]. No obstante, como se describe en el recuadro 4.2, a efectos de evaluar en qué medida pueden variar en el futuro las carteras de activos de las familias españolas, hay que tener en cuenta que el comportamiento frente al ahorro y frente a la composición de carteras de activos de las nuevas generaciones puede ser distinto del de las pasadas.

La renta disponible de la población jubilada depende principalmente de las pensiones públicas, **y su gasto en consumo es especialmente sensible a esta fuente de renta.** El elevado peso de activos ilíquidos en el patrimonio de los hogares de mayor edad implica que su renta disponible, en muchos casos, depende fundamentalmente de los ingresos obtenidos mediante las transferencias del sistema público de pensiones. La estimación de la relación entre la cuantía de las pensiones y el consumo, a partir de un conjunto de cambios legislativos en las pensiones públicas adoptados en España entre 1979 y 1997, permite concluir que cambios en la renta disponible de los pensionistas se traducen en variaciones similares de sus gastos en consumo, especialmente en lo que respecta a los gastos en bienes duraderos de los jubilados de mayor nivel de riqueza, y al gasto en bienes no duraderos y en alimentación de los de la parte inferior de la distribución de la renta[9]. También hay que tener en cuenta que, en España, la renta disponible de la población jubilada cumple con bastante frecuencia un papel de seguro, que cubre las necesidades económicas de familiares de las siguientes generaciones en situaciones de desempleo y de precariedad laboral.

Las transferencias intergeneracionales de riqueza por herencias tienen un valor elevado en España. Según datos de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)[10], alrededor de un 35 % de los hogares españoles reciben herencias por un valor mediano de aproximadamente 115.000 euros. Mientras que la proporción de los hogares que reciben una herencia en España no varía mucho a lo largo de la distribución de la renta de los hogares, el valor mediano de las herencias es de aproximadamente cuatro veces más en el quintil superior de dicha distribución que en el quintil inferior. No obstante, con respecto a la riqueza neta del hogar, las herencias representan un porcentaje similar en ambos grupos de hogares (alrededor de un 30 % en el quintil inferior, frente a, aproximadamente, un 25 % en el quintil superior).

7 Esta comparación se refiere a la tenencia mediana multiplicada por la probabilidad de tener un fondo de pensiones dividido por la renta mediana.

8 Véase Fuentes (2016).

9 Véase Párraga Rodríguez (2019).

10 Véase Balestra y Tonkin (2018).

En definitiva, el envejecimiento de la población provocará cambios sustanciales en las pautas de ahorro y en las carteras patrimoniales de los hogares. Por las razones de ciclo vital descritas anteriormente, cuanto mayor es el peso de la población de edad avanzada, mayor es la propensión media a consumir y menor es la tasa de ahorro. Así, por un mero «efecto composición», el envejecimiento de la población implicaría una menor tasa de ahorro, si bien durante el proceso de transición hacia una sociedad más envejecida el ahorro agregado tenderá a aumentar, como resultado de la previsión de unas mayores necesidades de consumo futuras. No obstante, hay que tener en cuenta también que las futuras cohortes no repetirán necesariamente las pautas de consumo y de ahorro de las generaciones anteriores, y que la incertidumbre sobre la longevidad y sobre las prestaciones que se recibirán durante la jubilación puede provocar que la población de edad avanzada disminuya su tasa de ahorro en menor medida que generaciones anteriores. Por otra parte, tras un período de disminución muy acusada de la fecundidad y con una incertidumbre elevada sobre la renta que podrán recibir en forma de pensiones y sobre su longevidad, no es descartable que las familias se muestren menos propensas a transferir su riqueza en forma de herencias. De ser así, podría aumentar su demanda de instrumentos financieros susceptibles de utilizar sus activos ilíquidos para generar flujos vitalicios de renta durante la jubilación.

La inversión en bienes de equipo y en vivienda también depende del crecimiento de la población en edad de trabajar y de las expectativas de renta. Hay varias razones por las que el crecimiento de la inversión en bienes de equipo y en vivienda puede reducirse en relación con períodos pasados:

— En primer lugar, un menor crecimiento de la población ocupada y unas expectativas más moderadas de crecimiento del consumo provocan una reducción de los determinantes estructurales de la inversión[11].

— En segundo lugar, los cambios tecnológicos asociados a las nuevas tecnologías de la información, a la comunicación y a la automatización favorecen más la inversión en capital intangible que en bienes de equipo. Esto implica una mayor importancia del capital humano (frente al capital físico), que, en general, requiere menores necesidades de fondos para la inversión[12].

— En tercer lugar, el precio relativo de los bienes de inversión muestra una tendencia secular decreciente, que incluso puede acentuarse con los nuevos desarrollos tecnológicos derivados de la robótica y de la inteligencia artificial, dado que dichos desarrollos dependen fundamentalmente de

11 Los factores determinantes de la demanda de inversión y su comportamiento reciente en la economía española fueron objeto de análisis en el capítulo 3 del *Informe Anual 2017,* del Banco de España.

12 Véanse Doettling y Perotti (2017) y Haskel y Westlake (2018).

algoritmos y de códigos de programación fácilmente reproducibles a un coste reducido. Así, aun cuando aumentaran los proyectos de inversión, el gasto necesario para acometerlos podría reducirse.

— Finalmente, el crecimiento de la inversión residencial se verá moderada por la menor creación de hogares, asociada a una población juvenil reducida en relación con un parque de viviendas elevado y con un peso alto de viviendas de reciente construcción[13].

El envejecimiento de la población se produce a ritmos distintos por países, por lo que el equilibrio entre ahorro e inversión se alcanzará mediante cambios en los flujos internacionales de capital. Los flujos internacionales de capital responden a las diferencias de rentabilidades y de oportunidades de inversión entre países. Los países en los que la rentabilidad del capital y la tasa de crecimiento de la productividad sean más elevadas tenderán a recibir flujos de capital. Por tanto, en los países que envejezcan más deprisa, que son los que, en principio, experimentarán disminuciones más rápidas y acusadas de la rentabilidad del capital y de la productividad, se producirán salidas de capital y superávits de la balanza por cuenta corriente. Esto puede agudizar los desequilibrios externos, lo que requerirá una mayor coordinación internacional para la conducción de políticas de estabilización económica[14].

3.2 Crecimiento potencial, mercado de trabajo y productividad: los nuevos cambios tecnológicos y la importancia de la capacitación profesional a todas las edades

Los cambios demográficos tienen un impacto sobre el crecimiento potencial de la economía a través de varios canales. Un menor crecimiento de la población en edad de trabajar se traduce en un menor crecimiento del empleo, siempre y cuando la tasa de actividad no aumente y la de paro no disminuya. Con tasas de empleo constantes, el crecimiento de la población en edad de trabajar, sumado al de la productividad, determina el crecimiento potencial de la economía. Sin embargo, las tasas de actividad y de paro también varían a lo largo del ciclo vital, por lo que un cambio en la composición de la población por grupos de edad tendría consecuencias sobre la tasa agregada de empleo. En principio, dado que esta última tasa es más baja al inicio y al final de la vida laboral, con el envejecimiento de la población se produce primero un aumento de la tasa de empleo y luego una disminución, a medida que las cohortes de población más numerosas llegan a edades cercanas a la jubilación. Por otra parte, también hay razones para pensar que la composición por edades de la población determina las habilidades

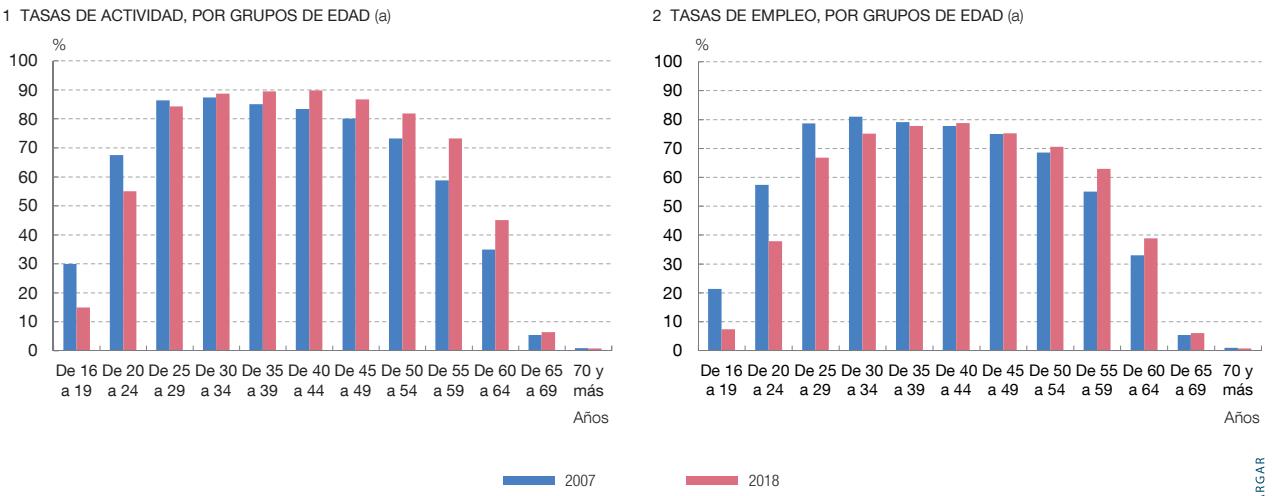
13 Véase Matea y Sánchez (2015).

14 Véase Barany, Coeurdacier y Guibaud (2018).

Gráfico 4.6

LAS TASAS DE PARTICIPACIÓN LABORAL Y EMPLEO EN ESPAÑA SON MÁS BAJAS A EDADES AVANZADAS

A medida que las cohortes más numerosas lleguen a edades cercanas a la jubilación, las tasas de empleo disminuirían si no se producen mejoras en las oportunidades de empleo para trabajadores de edades avanzadas.



DESCARGAR

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Porcentajes sobre el colectivo de población en cada tramo de edad.

profesionales de los ocupados y la innovación y la actividad empresarial, y, por tanto, el crecimiento de la productividad. Así, la evidencia disponible sugiere que, con una población en edad de trabajar en la que los trabajadores de mayor edad tienen un peso más elevado, se reducen en mayor medida las habilidades para realizar tareas físicas, numéricas y relacionadas con las nuevas tecnologías, mientras que otras habilidades (por ejemplo, las relativas a la planificación y las que requieren más experiencia laboral) pueden verse incrementadas. Igualmente, la innovación y la iniciativa empresarial son menores en poblaciones más envejecidas, lo que tiende a reducir el crecimiento de la productividad[15].

Existen diferencias muy acusadas entre las tasas de actividad y las de empleo por edades. A lo largo del último ciclo de la economía española, han aumentado significativamente las tasas de actividad y las de empleo de todos los grupos de edad, excepto las de los más jóvenes (de 16 a 30 años por lo que respecta a la tasa de actividad, y de 16 a 40 años en relación con la tasa de empleo). No obstante, las diferencias de dichas tasas por grupos de edad se mantienen muy elevadas, especialmente en la transición desde la vida laboral hasta la jubilación (véase gráfico 4.6). Por ejemplo, la tasa de empleo es alrededor de 15 pp mayor en el grupo de edad de 40 a 44 años que en el de 55 a 59 años, y la de este grupo es 20 pp mayor que la de la cohorte de 60 a 64 años. Por consiguiente, según envejece la

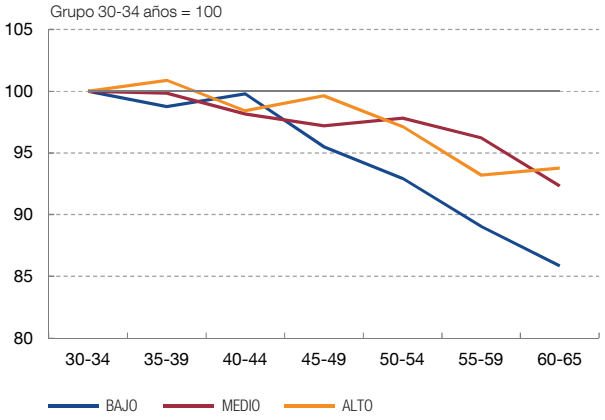
15 Véanse Aksoy, Basso, Smith y Grasl (2019) y Liang, Wang y Lazear (2018).

Gráfico 4.7

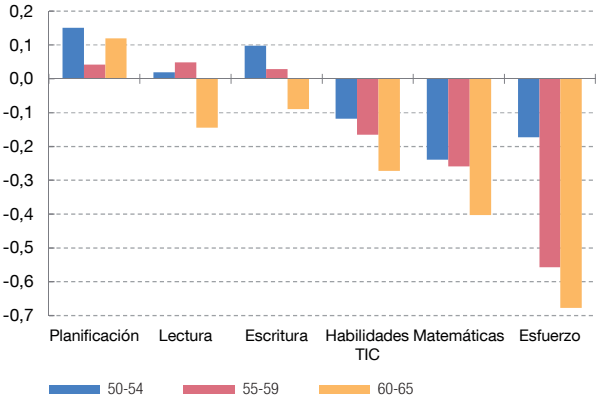
LAS HABILIDADES COGNITIVAS Y SU USO VARÍAN A LO LARGO DEL CICLO VITAL

Las habilidades cognitivas necesarias para el uso de las nuevas tecnologías están menos presentes entre los trabajadores de mayor edad, debido a que han venido acumulando menos capital humano que generaciones posteriores y también a que la depreciación de este tipo de capital se incrementa con la edad.

1 PUNTUACIÓN PIAAC EN MATEMÁTICAS POR NIVEL EDUCATIVO (a)



2 CAMBIO EN LOS ÍNDICES DE USO DE HABILIDADES CON RESPECTO AL GRUPO DE EDAD 30-34 (b)



FUENTE: OCDE (PIAAC, 2013).

a El nivel bajo de educación corresponde a los estudios de la ESO o inferiores, el medio a estudios superiores a la ESO pero inferiores a los universitarios, y el nivel alto a los universitarios y superiores.

b Las barras representan los coeficientes estimados de un indicador para cada uno de los grupos de edad 50-54, 55-59 y 60-65 de una regresión que incluye otras variables de control. La variable dependiente es el índice de uso de las habilidades en el trabajo. La regresión incluye sexo, nivel educativo y variables *dummy:* para el sector de actividad, para la ocupación y para cada grupo de edad.

DESCARGAR

población en edad de trabajar, se produce una presión a la baja de la tasa agregada de empleo. En la medida en que la duración de la vida laboral se deba alargar para acompasarla con los aumentos de la longevidad, será necesario que aumenten más las tasas de empleo a edades avanzadas.

A lo largo del ciclo vital, las habilidades profesionales y las laborales varían, con consecuencias para la productividad del trabajo. La evidencia disponible en una amplia muestra de países sobre habilidades cognitivas y aquellas necesarias para el uso de las nuevas tecnologías confirma que estas están menos presentes entre los trabajadores de mayor edad (véase gráfico 4.7)[16]. Esto se debe a dos factores: la depreciación del capital humano creciente con la edad y los efectos cohorte por los cuales generaciones anteriores de trabajadores acumularon menos capital humano que las actuales. No obstante, en la medida en que dicha depreciación fuera menor y la acumulación de capital humano mayor que en el pasado, el futuro envejecimiento de la población no tendría por qué causar una menor disponibilidad de trabajadores con habilidades cognitivas acordes a las necesidades del mercado de trabajo. Por otra parte, existe igualmente evidencia de que tales habilidades

16 Véanse, por ejemplo, Desjardins y Warnke (2012) y Barrett y Riddell (2016).

cognitivas también se acumulan mediante la experiencia laboral y de que su uso en los puestos de trabajo varía a lo largo del ciclo vital[17]. Así pues, políticas laborales que reduzcan la rotación laboral excesiva causada, por ejemplo, por un elevado grado de temporalidad (especialmente, a edades tempranas e intermedias) pueden contribuir a mitigar la desaceleración del crecimiento del capital humano asociada al envejecimiento.

Por el contrario, otras habilidades, como las necesarias para la planificación, se utilizan en mayor medida en edades más avanzadas. La experiencia laboral favorece, en mayor grado, el desarrollo de habilidades relativas a la capacidad de organización y de planificación. Por tanto, es probable que los trabajadores en edades cercanas a la jubilación estén relativamente más capacitados para proseguir sus vidas laborales en puestos de trabajo que requieran un mayor uso de estas habilidades. En general, la evolución reciente de la distribución ocupacional del empleo muestra un mayor peso de las habilidades asociadas a tareas numéricas y tecnológicas. Sin embargo, en España, los trabajadores de mayor edad tienen una presencia más destacada en ocupaciones y en sectores con un mayor peso de tareas físicas, como, por ejemplo, la construcción, el transporte y la hostelería, que en el resto de la Unión Económica y Monetaria (véase gráfico 4.8).

Una disminución de la población en edad de trabajar incentiva la automatización, **mientras que su envejecimiento no favorece la innovación tecnológica.** Los cambios tecnológicos tienen tres efectos inmediatos: un aumento de la productividad (por la introducción de procesos de producción más eficientes), un desplazamiento de los trabajadores que pierden su empleo (por la mecanización de determinadas tareas) y la reinserción de trabajadores en nuevos puestos de trabajo generados por los propios avances tecnológicos. La magnitud relativa de los tres efectos y cómo y a qué grupos de trabajadores afectan dependen de la propia naturaleza de los cambios tecnológicos. Normalmente, estos cambios favorecen más a los trabajadores de alto nivel educativo, por lo que la reinserción de los trabajadores desplazados en nuevos puestos de trabajo se consigue mediante la inversión en educación y en formación que haga que dichos trabajadores adquieran cualificaciones profesionales favorecidas por los avances de la tecnología. Sin embargo, el desarrollo de la robótica y de la inteligencia artificial puede producir avances tecnológicos más disruptivos, en la medida en que desplacen cualificaciones profesionales de manera más general. Por otra parte, los efectos de dichos cambios dependen, fundamentalmente, del contexto demográfico en el que tienen lugar. El recuadro 4.3 presenta un ejercicio de estimación de estas interacciones, que muestra que cambios demográficos incentivan, en mayor o menor medida, la automatización y la innovación tecnológica, y, por tanto, determinan el crecimiento de la productividad. Los resultados sugieren que, a

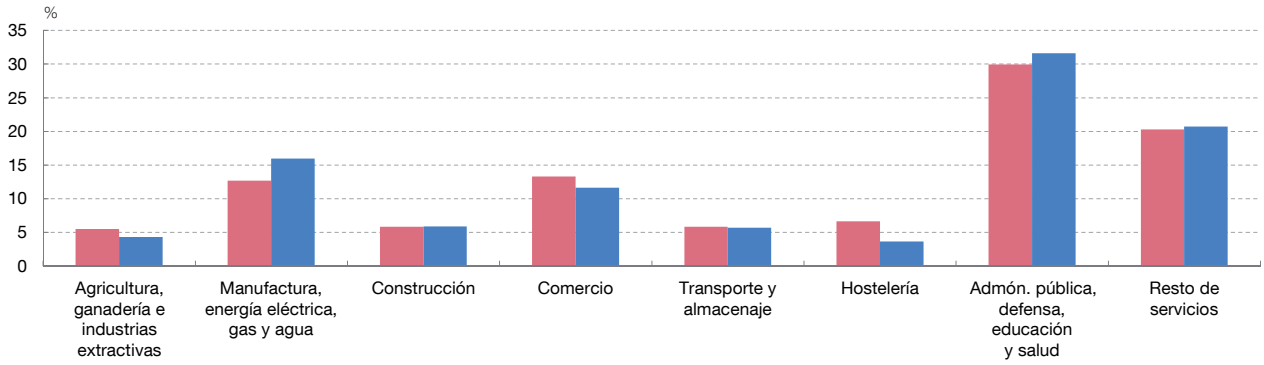
17 Véase Jimeno, Lacuesta, Martínez-Matute y Villanueva (2016)

Gráfico 4.8

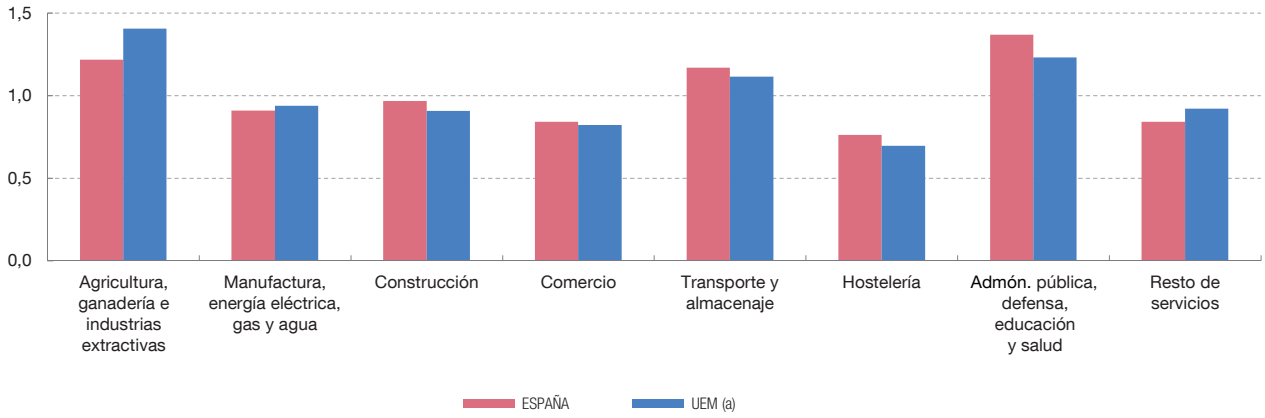
ESPAÑA TIENE UN ALTO PORCENTAJE DE TRABAJADORES MAYORES EN SECTORES CON ELEVADO USO DE HABILIDADES FÍSICAS

Dado que la experiencia laboral mejora la capacidad de organización y de planificación, trabajadores con edades cercanas a la jubilación deberían estar más presentes en sectores que requieran el uso de este tipo de habilidades. Sin embargo, la proporción de trabajadores de entre 55 y 64 años en empleos de sectores que requieren principalmente habilidades físicas —la construcción, el transporte y la hostelería— es más alta en España que en la media de los países de la UEM.

1 DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DEL EMPLEO DE LOS TRABAJADORES DEL GRUPO DE 55-64 AÑOS



2 RATIO ENTRE LA PROPORCIÓN DE TRABAJADORES DE ENTRE 55 Y 64 AÑOS EN RELACIÓN CON LA DE TRABAJADORES DE ENTRE 15 Y 64 AÑOS, POR SECTORES



DESCARGAR

FUENTE: Labour Force Survey, de Eurostat.

a La UEM incluye Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Países Bajos y Portugal.

pesar de que el envejecimiento de la población estimula la robotización y, por tanto, genera aumentos de productividad, la reducción de la población activa y el envejecimiento de la población retardan la innovación tecnológica, y, consecuentemente, en el largo plazo, el crecimiento potencial también puede reducirse. En dicho recuadro también se presenta evidencia empírica que muestra que en las décadas recientes, en países avanzados, el envejecimiento de la población ha estado generalmente asociado a una reducción del crecimiento potencial, que, en varios países, se ha compensado, en parte, con un retraso de la edad de jubilación.

En este escenario, las políticas educativas y de capacitación profesional adquieren una importancia crucial. Dados los desarrollos tecnológicos que se vislumbran, resulta crucial desarrollar políticas educativas y de capacitación profesional tanto para promover que los trabajadores adquieran las habilidades necesarias para complementar las nuevas tecnologías como para favorecer la innovación y la generación de nuevos puestos de trabajo. Entre las necesidades que se han de tener en cuenta en el desarrollo de estas políticas, tres parecen especialmente relevantes: i) la capacidad de interactuar con robots y de comprender los algoritmos que pueden resultar pilares de los nuevos desarrollos tecnológicos (que lleva a poner el foco en la formación en ciencias, tecnología, ingeniería y matemáticas, conocida con la sigla «STEM», por las iniciales de estas materias en inglés); ii) el fomento de la versatilidad y del uso de las posibilidades que las nuevas tecnologías ofrecen al trabajo autónomo, y iii) la orientación hacia aquellas capacidades necesarias para desarrollar actividades de I+D. Por otra parte, dado que la evidencia disponible muestra que la experiencia laboral también contribuye a adquirir algunas de estas habilidades, incluso en el caso de trabajadores de menor nivel educativo, es necesario favorecer la estabilidad en el empleo para que tal acumulación de capital humano sea posible[18].

Por otra parte, con el aumento de la longevidad debería producirse un reequilibrio entre la duración de la vida laboral y la de la jubilación, alargando la edad final de salida del mercado de trabajo. Así pues, se necesitan medidas laborales que favorezcan la permanencia en el empleo de trabajadores de mayor edad y que hagan más flexibles sus transiciones entre puestos de trabajo y no sus transiciones hacia la inactividad. Los incentivos económicos a la sustitución de estos trabajadores por otros más jóvenes, con frecuencia, tienen un coste significativo para el sistema de pensiones y no favorecen especialmente las oportunidades de empleo de estos últimos. Alternativamente, puede resultar más conveniente el desarrollo de políticas activas del mercado de trabajo que contribuyan a mejorar la capacitación profesional a lo largo de todo el ciclo vital, especialmente tras un período en el que el gasto en dichas políticas se ha reducido y ha perdido eficacia[19].

4 Cambios demográficos y políticas de estabilización económica

Los cambios demográficos condicionan el comportamiento cíclico de la economía y los efectos de las políticas de estabilización. Las fluctuaciones

18 Véanse Börsch-Supan y Weiss (2016) y Jimeno, Lacuesta, Martínez-Matute y Villanueva (2016).

19 Otras medidas (como, por ejemplo, las subvenciones al empleo de trabajadores mayores, que tienen costes elevados) tampoco parecen alcanzar el objetivo de aumentar la tasa de empleo de trabajadores de mayor edad [véase Font, Izquierdo y Puente (2017)].

económicas son resultado de perturbaciones que se transmiten en función de las características estructurales de la economía y de las respuestas de las políticas económicas (en particular, de las de estabilización monetaria y fiscal). Tanto los mecanismos de transmisión de dichas perturbaciones como la eficacia de las políticas de estabilización están, en general, afectados por factores demográficos.

4.1 La política monetaria: tipos de interés e inflación en niveles reducidos

Los cambios demográficos afectan a dos pilares básicos de la política monetaria: el tipo de interés natural y los determinantes de la inflación. El capítulo 3 de este Informe ha desarrollado en detalle el papel que desempeña el tipo de interés natural en las estrategias de política monetaria y ha identificado sus principales determinantes —entre ellos, los factores demográficos—. Sin embargo, este no es el único canal de transmisión que hace que cambios demográficos condicionen la implementación y los efectos de la política monetaria.

Cambios en la demanda relativa de bienes y de servicios y en el mercado de trabajo pueden reducir las presiones inflacionistas. En primer lugar, la cesta de consumo de la población joven incluye gastos en bienes duraderos y en servicios en mayor proporción que la de la población de mayor edad. En esta última, los gastos en bienes no duraderos son más elevados, mientras que el gasto en servicios tiene menor peso en la cesta de consumo que entre la población joven, porque una buena parte de los que consume la población de mayor edad se suministran fuera del mercado (véase gráfico 4.9). Análisis más detallados de estas pautas de consumo concluyen que el envejecimiento de la población producirá cambios en la demanda relativa de bienes y de servicios. Si es así, y esta mayor demanda se concentra en bienes y servicios con crecimientos de precios más bajos, el envejecimiento poblacional generaría una cierta presión a la baja sobre la tasa de inflación[20]. Por otra parte, estas tendencias en el consumo implicarían cambios en la composición sectorial y ocupacional del empleo, con aumentos del peso del empleo en ocupaciones de baja y alta cualificación —y disminuciones en las de cualificación media— en la medida en que los bienes y los servicios con demanda creciente estén producidos por trabajadores de dichas cualificaciones. Así, la tendencia hacia la polarización del empleo, observada desde principios de los noventa y normalmente atribuida a los avances tecnológicos que resultan de la mecanización en tareas rutinarias, podría verse acelerada también por razones demográficas[21].

20 Véanse Aguiar y Hurst (2013) y Luengo-Prado y Sevilla (2013). Otras causas de la persistente baja inflación se desarrollan en el capítulo 2 de este Informe.

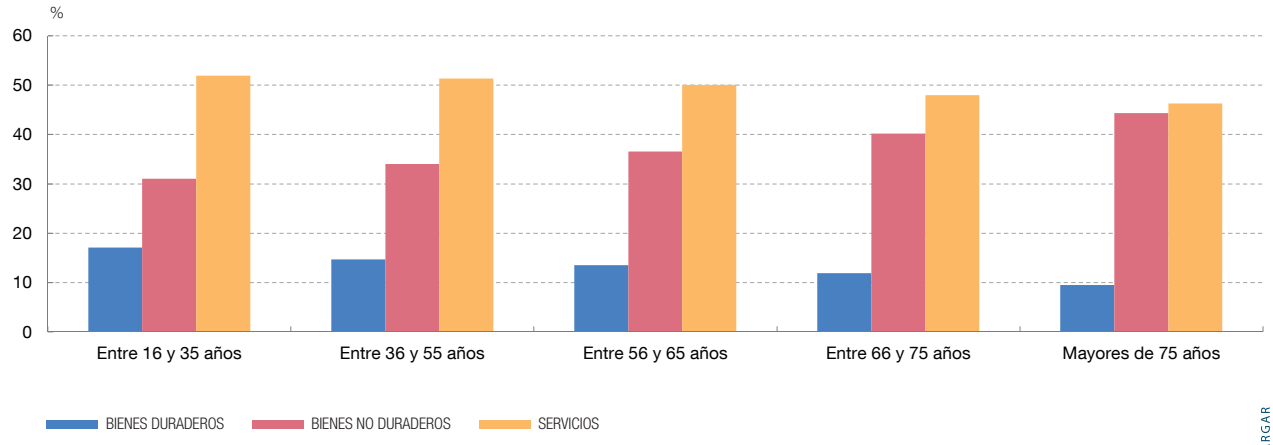
21 Véase Sebastián (2018).

Gráfico 4.9

LA COMPOSICIÓN DEL GASTO EN CONSUMO POR TIPO DE BIENES VARÍA A LO LARGO DEL CICLO VITAL

El proceso de envejecimiento demográfico cambiará las pautas de consumo. Intensificará el consumo de los bienes no duraderos y el de servicios de no mercado, que, en general, se caracterizan por precios relativos más bajos que el resto.

DISTRIBUCIÓN DEL GASTO SEGÚN EL TIPO DE CONSUMO, POR GRUPOS DE EDAD, EN 2015



DESCARGAR

FUENTE: Encuesta de Presupuestos Familiares, del Instituto Nacional de Estadística.

El envejecimiento de la población tiende a aumentar la aversión a la inflación y a disminuir el crecimiento de los salarios. Existen tres vías por las que los cambios demográficos descritos pueden traer asociada una menor presión sobre la inflación:

— En primer lugar, puesto que los individuos de mayor edad han acumulado una mayor riqueza y, por tanto, suelen tener una posición acreedora neta, su aversión a la inflación es mayor y, por ese motivo, se ven favorecidos por políticas monetarias más antiinflacionarias[22].

— En segundo lugar, los cambios en el empleo mencionados en el párrafo anterior también pueden generar una menor presión salarial, en la medida en que el empleo crezca más en aquellas cualificaciones con menores retribuciones en el mercado de trabajo.

— Finalmente, a lo largo del ciclo vital, el perfil salarial suele ser muy creciente al inicio y relativamente constante al final de la vida laboral. Por consiguiente, el crecimiento de los salarios tenderá a ser menor a medida que aumente el peso de la población ocupada de edades más cercanas a la jubilación.

22 Véase Bullard, Garriga y Walker (2012).

No obstante, la evidencia empírica acerca de los efectos de los cambios demográficos sobre la tasa de inflación no es todavía concluyente. La importancia de las tres razones anteriores a favor de una reducción de la inflación tendencial, al igual que la de otros mecanismos por los que los cambios demográficos afectan a la economía, están siendo objeto de estimación y de valoración, con datos —todavía incipientes y parciales— que no incorporan la magnitud del envejecimiento de la población que se producirá a lo largo del resto de este siglo. Por ello, resulta difícil anticipar en qué medida estos mecanismos pueden acabar constituyendo un reto adicional y una restricción importante para la efectividad de políticas monetarias expansivas, pero, no obstante, conviene tenerlos en cuenta en el seguimiento y en el análisis macroeconómico de los países avanzados.

4.2 La política fiscal: algunas limitaciones sobre su potencia recaudatoria y sobre sus mecanismos de transmisión

El envejecimiento de la población influye tanto sobre los recursos de la política fiscal como sobre su capacidad, a la hora de estabilizar las fluctuaciones económicas. Los ingresos y los gastos públicos, así como su impacto sobre la actividad económica, dependen del crecimiento de la población y de su estructura por edades. Puesto que las rentas provenientes de distintas fuentes y las pautas de consumo varían a lo largo del ciclo vital, la recaudación impositiva se verá afectada por la manera en que los impuestos difieren en el tratamiento de las distintas rentas y de los gastos en consumo. Lo mismo ocurre con la obtención y con la disposición de recursos asociados a los estabilizadores automáticos (prestaciones por desempleo y otros). Finalmente, los programas de gasto y de ingresos públicos tienen efectos sobre la demanda agregada distintos en función de cuáles sean las propensiones marginales a consumir y las elasticidades de la oferta de trabajo de quienes reciban los impulsos de renta asociados a dichos programas[23].

La recaudación impositiva y su composición dependen de factores demográficos. Una tendencia asociada al envejecimiento de la población, y que también tiene raíces en los avances tecnológicos, es la disminución de la participación de los salarios en la renta nacional. Dicha disminución se traduce en una menor recaudación por cotizaciones sociales y en una menor contribución de la progresividad del impuesto sobre la renta, puesto que los contribuyentes de mayor edad soportan tipos impositivos efectivos más reducidos (véase gráfico 4.10)[24]. Igualmente, la mayor acumulación de activos asociada al envejecimiento (documentada en el apartado 3.1) también reduce dicha contribución,

23 Véanse Anderson, Inoue y Rossi (2016) y Ferraro y Fiori (2018).

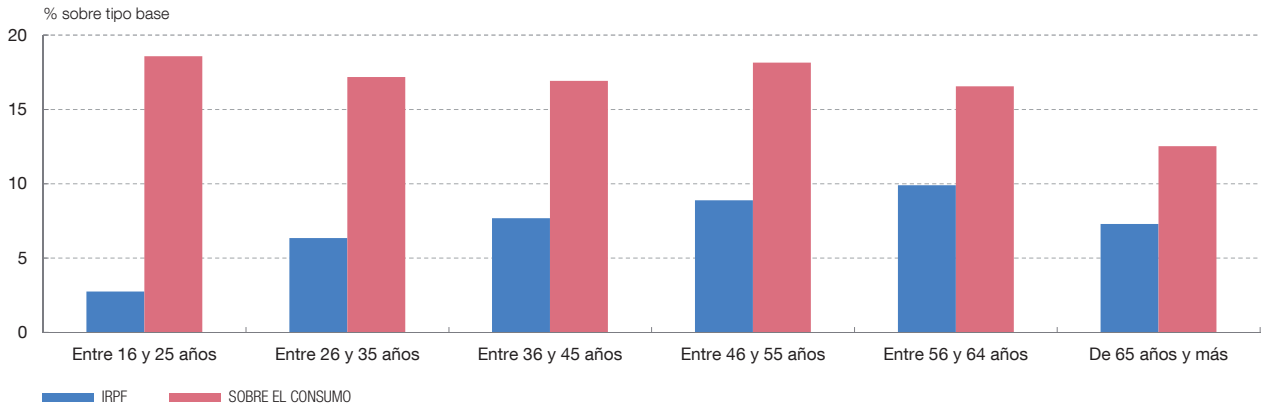
24 Sobre la composición de ingresos fiscales en España, véase López-Rodríguez y García Ciria (2018).

Gráfico 4.10

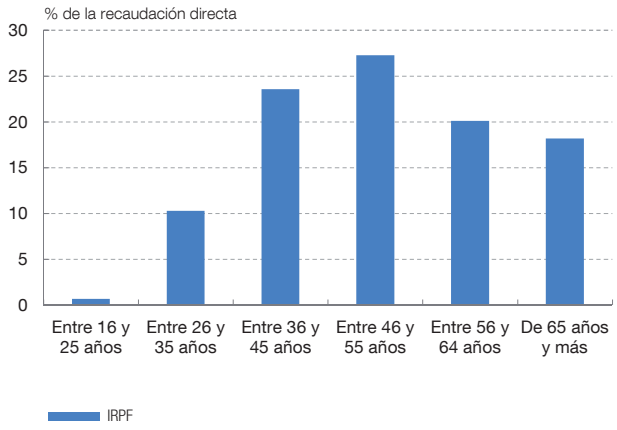
LA RECAUDACIÓN FISCAL Y SU COMPOSICIÓN DEPENDEN DE FACTORES DEMOGRÁFICOS

El proceso de envejecimiento demográfico disminuirá la recaudación fiscal procedente de los impuestos tanto sobre la renta como sobre el capital, así como del consumo.

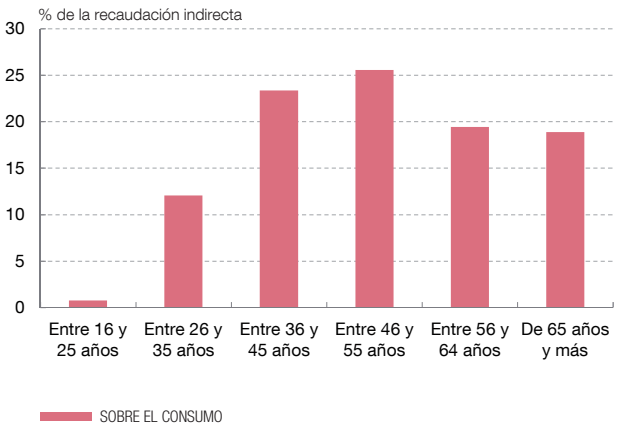
1 TIPOS FISCALES EFECTIVOS MEDIOS SEGÚN GRUPOS DE EDAD



2 DISTRIBUCIÓN DE LA RECAUDACIÓN DE LA IMPOSICIÓN DIRECTA, POR GRUPOS DE EDAD



3 DISTRIBUCIÓN DE LA RECAUDACIÓN DE LA IMPOSICIÓN INDIRECTA POR GRUPOS DE EDAD



DESCARGAR

FUENTE: Banco de España.

puesto que los tipos impositivos implícitos sobre las rentas del capital son menores que los de las rentas del trabajo, si bien el impacto final depende de la composición de dichos activos (financieros frente a inmobiliarios). En cuanto a los impuestos indirectos, su recaudación depende de la composición del consumo. En la medida en que la población de mayor edad consuma más bienes y servicios sometidos a imposición con tipos efectivos más bajos (por ejemplo, más servicios de salud y menos bienes con impuestos especiales, como alcohol, tabaco, combustibles, etc.), el envejecimiento poblacional provocará una disminución de dicha recaudación. Esto podría constituir una dificultad adicional para avanzar en la consolidación fiscal en países con déficits públicos estructurales y/o ratios de endeudamiento elevadas.

La eficacia de la política fiscal para acomodar perturbaciones económicas depende de los programas de gasto y de ingresos que se apliquen, que afectan de forma diferente a la población de distintos grupos de edad. Cuánto aumenta el PIB ante variaciones de los gastos y de los ingresos públicos (los llamados «multiplicadores fiscales») determina la eficacia de la política fiscal a la hora de estabilizar la actividad económica. Las magnitudes de estos multiplicadores dependen de numerosos factores: el instrumento fiscal en cuestión, la situación cíclica de la economía y el nivel de deuda pública, entre otros[25]. También la manera en que dichos programas se transmiten a la capacidad de gasto de los hogares (vía rentas laborales o vía transferencias) y a las diferencias entre las propensiones marginales al consumo y las elasticidades de la oferta de trabajo por grupos de edad son factores fundamentales que determinan su impacto macroeconómico. A este respecto, hay algunos resultados empíricos y razones teóricas para anticipar que los multiplicadores fiscales asociados a determinados programas de consumo y de inversión públicos pueden reducirse en el futuro (véase recuadro 4.4).

5 Consecuencias de los cambios demográficos sobre las políticas sociales

El envejecimiento de la población hace necesario introducir reformas en los sistemas públicos de pensiones y de salud y dependencia. El aumento de la población jubilada hace que las transferencias a través del sistema público de pensiones sean, si se mantienen constantes las prestaciones per cápita, más cuantiosas. Por otra parte, como ya se ha apuntado anteriormente, la recaudación por cotizaciones sociales, que se dedica a financiar las prestaciones sociales contributivas, será más baja, en términos relativos, cuanto menor sea el peso de la población en edad de trabajar en la población total. La demanda de servicios públicos sanitarios y de dependencia también aumenta en edades avanzadas. En este apartado se destacan los aspectos más relevantes de los efectos del envejecimiento de la población sobre el sistema público de pensiones y sobre el gasto público en servicios de salud y de dependencia.

5.1 El sistema público de pensiones: sostenibilidad financiera y suficiencia

El sistema público de pensiones español ofrece dos tipos de prestaciones —contributivas y asistenciales—, financiadas por cotizaciones sociales y por impuestos generales. El sistema público de pensiones en España cubre un

25 Véase Hernández de Cos y Moral-Benito (2013).

conjunto de contingencias relacionadas con el envejecimiento (jubilación), el fallecimiento (viudedad, orfandad y en favor de familiares) y la enfermedad (incapacidad permanente). Tiene dos modalidades: una contributiva obligatoria y otra asistencial, subsidiaria de la anterior y destinada a cubrir las necesidades de la población que no accede a prestaciones contributivas y que cuenta con niveles de renta y de riqueza inferiores a unos determinados umbrales. La cuantía de las pensiones contributivas se calcula en función del historial laboral del individuo (años cotizados y bases a las que se cotizó) con un criterio de prestación definida, y estas se financian mediante (parte de) las cotizaciones sociales. Además, existen pensiones contributivas mínimas (con complementos de mínimos financiados mediante impuestos generales) y máximas, que se fijan discrecionalmente cada año en la Ley de Presupuestos Generales del Estado. Los fondos y los planes privados de pensiones, de carácter voluntario, tienen en España un alcance limitado[26].

El gasto en pensiones está determinado por factores demográficos, laborales, económicos e institucionales. El gasto en pensiones, expresado en relación con el PIB, depende positivamente de la ratio entre la población que recibe prestaciones y la población en edad de trabajar o tasa de dependencia (factor demográfico), negativamente de la tasa de empleo —cociente entre población ocupada y población en edad de trabajar (el factor laboral)—, y positivamente de la participación de los salarios en el PIB (factor económico) y de la relación entre la pensión media y el salario medio —tasa de beneficio (factor institucional)—. La siguiente identidad expresa esta relación:

Gasto en Pensiones/PIB =Tasa de dependencia * Participación de los salarios en el PIB * Tasa de beneficio/Tasa de empleo

Durante las décadas recientes, han sido el factor demográfico y el aumento de la tasa de beneficio los que más han aportado al incremento del gasto en pensiones contributivas (véase gráfico 4.11.1). En 2018, el gasto en pensiones contributivas fue del 10 % del PIB, con una tasa de dependencia del 29,8 % (definida como la ratio entre la población mayor de 64 años y la población de 16 a 64 años), una tasa de empleo del 58,5 % (referida a la población de 16 a 64 años), una participación de los salarios en el PIB del 47,3 % y una tasa de beneficio del 41,5 %. El gasto en pensiones asistenciales ascendió a alrededor del 1 % del PIB.

El ingreso por cotizaciones sociales depende de su tipo efectivo y de la participación de los salarios en el PIB. Existe igualmente una identidad que determina la recaudación por cotizaciones sociales expresada en términos del PIB (véase gráfico 4.11.2). Dicha recaudación es el producto del tipo efectivo impositivo de las cotizaciones sociales y de la participación de los salarios en el PIB. El primer factor es

26 El cuadro 4.1 resume las principales características del sistema público de pensiones de jubilación en España. Para más detalles, véase Hernández de Cos, Jimeno y Ramos (2017).

Cuadro 4.1

CARACTERÍSTICAS DE LOS SISTEMAS DE PENSIONES EN DISTINTOS PAÍSES

	Gasto en pensiones públicas (a) 2016	Edad legal de jubilación (b) 2016	Edad efectiva de jubilación (b) 2017	Tasa de dependencia (c) 2016	Tasa de sustitución (d) 2016	Tasa de acumulación (e) 2016	Tipo de sistema de pensiónes (f)
Bélgica	12,1	65,0	61,8	38,2	41,8	1,4	Prestación definida
Bulgaria	9,6	63,8	63,8	46,8	31,2	1,1	Prestación definida
República Checa	8,2	63,1	63,5	41,7	39,9	1,4	Prestación definida
Dinamarca	10,0	65,0	65,2	36,4	41,7	—	Prestación definida
Alemania	10,1	65,5	64,6	41,7	42,0	—	Sistema de puntos
Estonia	8,1	63,0	65,2	48,9	33,1	0,5	Prestación definida
Irlanda	5,0	65,4	65,0	30,3	26,8	—	Prestación fija
Grecia	17,3	67,0	62,3	37,9	77,0	1,9	Prestación fija
España	12,2	65,3	63,4	31,0	57,7	2,3	Prestación definida
Francia	15,0	66,3	61,9	46,4	50,5	1,5	Prestación definida
Croacia	10,6	65,0	62,4	44,8	31,6	1,0	Sistema de puntos
Italia	15,6	66,6	63,9	38,6	58,9	1,9	Cuentas nocionales
Chipre	10,2	65,0	64,5	26,0	62,9	1,3	Prestación definida (puntos)
Letonia	7,4	62,8	61,7	44,7	24,0	1,0	Cuentas nocionales
Lituania	6,9	63,3	63,6	47,9	31,4	0,5	Sistema de puntos
Luxemburgo	9,0	65,0	60,4	47,3	51,8	1,8	Prestación definida
Hungría	9,7	63,1	62,5	38,6	40,4	2,4	Prestación definida
Malta	8,0	62,0	62,5	29,6	49,2		Prestación fija
Países Bajos	7,3	65,5	65,4	36,3	35,7		Prestación fija
Austria	13,8	65,0	64,0	40,5	50,5	1,3	Prestación definida
Polonia	11,2	65,0	64,0	35,4	48,5	1,0	Cuentas nocionales
Portugal	13,5	66,2	64,8	40,4	57,5	2,1	Prestación definida
Rumanía	8,0	64,8	64,0	39,0	35,5	—	Sistema de puntos
Eslovenia	10,9	65,0	60,9	44,9	31,8	1,5	Prestación definida
Eslovaquia	8,6	62,0	61,9	35,9	46,6	1,2	Sistema de puntos
Finlandia	13,4	66,0	63,9	41,8	53,5	1,6	Prestación definida
Suecia	8,2	67,0	65,9	40,2	38,6	0,9	Cuentas nocionales
Reino Unido	7,7	65,4	65,0	31,2	27,8	—	Prestación fija
Noruega	10,7	67,0	65,9	35,3	50,6	0,9	Cuentas nocionales

FUENTE: Comisión Europea (2018).

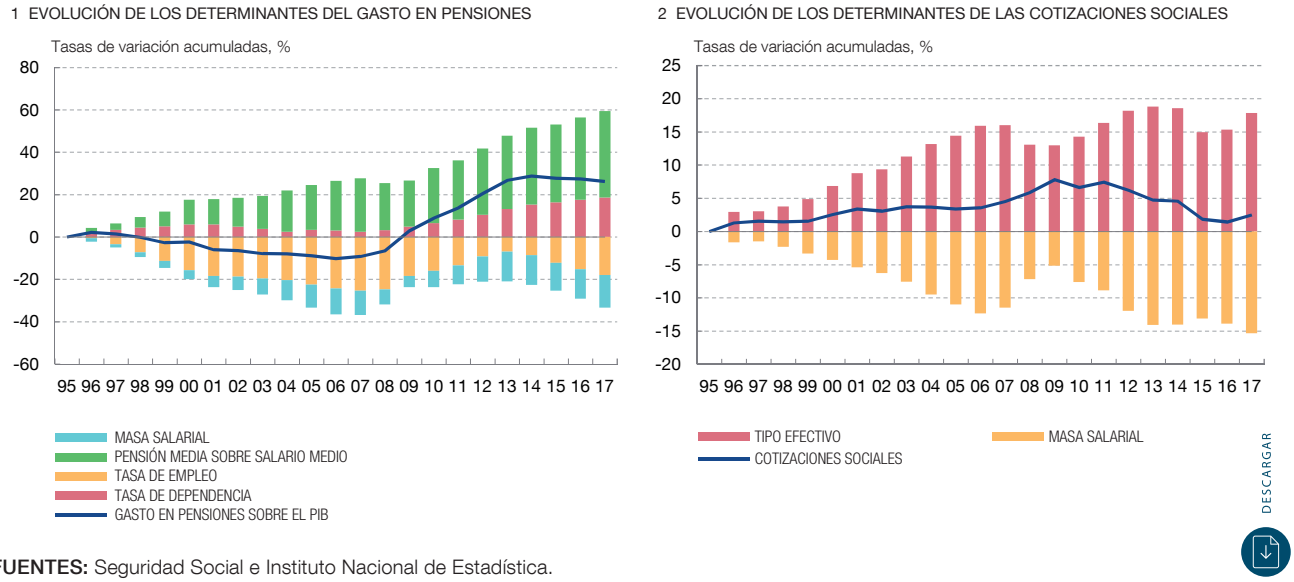
a Como porcentaje del PIB.
b Correspondiente a los hombres. La edad efectiva de jubilación se calcula como la edad de salida media del mercado laboral.
c Número de pensionistas sobre población de entre 15 y 64 años.
d Definido como pensión media sobre salario medio. Nótese que en algunos países con una tasa de sustitución comparativamente baja, como Reino Unido, Países Bajos, Suecia o Dinamarca, el peso de las pensiones privadas es mayor que en el resto de los países.
e Tasa a la que se acumulan derechos de pensión. Correspondiente a las nuevas pensiones.
f Pensiones de jubilación, sistema principal.

el resultado de los tipos legales establecidos (el 23,6 % de la base de cotización en la cuota del empresario y el 4,7 % de la base de cotización en la cuenta del trabajador, por lo que respecta a la cotización por contingencias comunes del régimen general de la Seguridad Social), de la existencia de bases mínimas y máximas de cotización, y de la distribución de salarios. En la actualidad, dicho tipo efectivo se sitúa en torno al

Gráfico 4.11

LOS GASTOS DEL SISTEMA DE LA SEGURIDAD SOCIAL DEPENDEN DE FACTORES DEMOGRÁFICOS EN MAYOR MEDIDA QUE LOS INGRESOS

Durante las décadas recientes, el aumento de la tasa de dependencia y de la ratio entre pensión media y salario medio explica el incremento del gasto en pensiones como proporción del PIB. Por el lado de los ingresos, la recaudación en porcentaje del PIB por cotizaciones sociales ha experimentado una ligera caída.



FUENTES: Seguridad Social e Instituto Nacional de Estadística.

25,2 %, y la aportación de impuestos generales al sistema de pensiones para cubrir la financiación de pensiones mínimas (complemento de mínimos) es del 0,6 % del PIB. En conjunto, el sistema contributivo de pensiones presenta actualmente un déficit del 1,5 % del PIB, que se está cubriendo mediante aportaciones del Fondo de Reserva de la Seguridad Social y, principalmente, con préstamos del Tesoro a la Seguridad Social.

El gasto en pensiones aumentará significativamente si se mantienen los determinantes del sistema actual. Según las proyecciones demográficas comentadas en el apartado 2, la ratio entre la población que recibirá prestaciones de jubilación (mayores de 66 años) y la población en edad de trabajar (16-66 años) se duplicará entre 2020 y 2050. Por consiguiente, mantener en el futuro el nivel actual de gasto en pensiones como proporción del PIB, en ausencia de ingresos adicionales, obligaría a aumentar la tasa de empleo o a disminuir la tasa de beneficio. A efectos ilustrativos, el cuadro 4.2 presenta proyecciones de gasto en pensiones elaboradas recientemente por distintos organismos[27], que confirman que, si la tasa de beneficio se mantuviera en los niveles actuales, el gasto en pensiones aumentaría de manera muy significativa.

27 Véanse AIReF (2019), Comisión Europea (2018) y De la Fuente, García Díaz y Sánchez Martín (2018). El escenario «AIReF sin reformas» se construye sin las medidas de la reforma 2011 ni el Índice de Revalorización de las Pensiones (IRP) introducido por la reforma de 2013 y con el factor de sostenibilidad de esta última reforma.

Cuadro 4.2

ESCENARIOS ALTERNATIVOS DEL GASTO DEL SISTEMA DE PENSIONES

	2018	2048		2050	2070	2050	
Porcentajes	Situación base	AIReF con reformas (a)	AIReF sin reformas (a)	AWG (b)	AWG (b)	FEDEA con reformas (c)	FEDEA sin reformas (c)
Gasto en pensiones (% del PIB)	10,6	13,4	16,7	13,8	10,8	12,7	17,5
Tasa de dependencia (d)	29,8	51,6	51,6	61,9	46,6	68,1	68,1
Tasa de empleo (d)	58,5	61,3	61,3	71,0	71,0	79,0	79,0
Participación de salarios en el PIB	47,3	47,3	47,3	47,3	47,3	47,3	47,3
Tasa de beneficio (pensión media/salario medio) (e)	44,0	33,7	41,9	33,5	34,8	31,1	42,9

FUENTES: AIReF, Comisión Europea, FEDEA y Banco de España.

a AIReF (2019).
b Comisión Europea (2018)
c De la Fuente, García Díaz y Sánchez Martín (2018).
d En relación con la población de entre 16 y 64 años, salvo en el caso de la AIReF, que es respecto a la de entre 16 y 66 años.
e Esta tasa de beneficio se define en relación con la remuneración por asalariado según se mide por la Contabilidad Nacional y sin considerar una tasa de elegibilidad (es decir, incluyendo a toda la población en edad de jubilación, perceptores o no de prestaciones, en el cálculo de la pensión media). En otras proyecciones [por ejemplo, AIReF (2019)], la tasa de beneficio se refiere a otra medida de salario y está condicionada a una tasa de elegibilidad que varía a lo largo del tiempo.

La adaptación del sistema público de pensiones al nuevo contexto demográfico requiere acciones en varios frentes. Aun con aumentos significativos de la tasa de empleo, para mantener la actual tasa de beneficio sería necesario un incremento en la recaudación a través de las cotizaciones sociales de una magnitud muy elevada. Esto sugiere que, para garantizar la sostenibilidad social y financiera del sistema de pensiones, es necesario actuar en varias dimensiones, previsiblemente tanto por el lado de los ingresos como de los gastos.

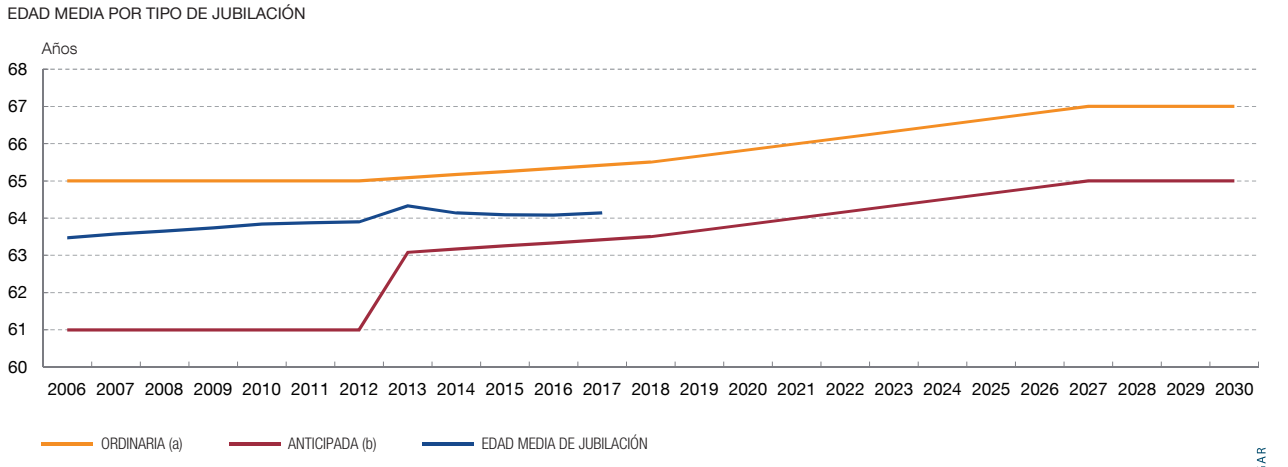
Un aspecto importante que se ha de reconsiderar es la relación entre las prestaciones del sistema y la edad a la que se reciben. La sostenibilidad financiera y la suficiencia de las pensiones contributivas de jubilación dependen tanto de su cuantía como de la edad a la que se produce la transición de la vida laboral a la jubilación. Una manera de satisfacer ambos objetivos de sostenibilidad y suficiencia es acompasar la entrada en la jubilación con el aumento de la longevidad. El retraso de la edad de jubilación en España se acometió en 2011 y se completará en 2027, cuando esta se sitúe en 67 años (para trabajadores con períodos de cotización inferiores a 38,5 años). No obstante, la edad efectiva de jubilación sigue estando por debajo de los 65 años y no muestra una tendencia clara de crecimiento (véase gráfico 4.12). Por otra parte, las diferencias en las circunstancias de la vida laboral y en los efectos de ocupaciones diversas sobre la salud requieren una cierta flexibilidad, a la hora de determinar el momento de la jubilación.

Asimismo, conviene explorar políticas que refuercen el vínculo entre la cuantía de la pensión contributiva recibida, las contribuciones realizadas

Gráfico 4.12

UN ASPECTO IMPORTANTE EN RELACIÓN CON LA SOSTENIBILIDAD DEL SISTEMA DE PENSIONES EN ESPAÑA ES LA EDAD DE JUBILACIÓN

La edad media de jubilación se sitúa en torno a 64 años, y se mantiene más o menos constante en los útlimos años. La edades de jubilación ordinaria y anticipada (voluntaria) alcanzarán los 67 y los 65 años, respectivamente, en 2027.



DESCARGAR

FUENTE: Seguridad Social.

a Para las carreras de cotización largas, la edad ordinaria se mantiene en 65 años.
b Antes de 2013, la edad se corresponde con la modalidad de jubilación anticipada por causa no imputable al trabajador.

durante toda la vida laboral y la esperanza de vida prevista en el momento de la jubilación, así como la transparencia y la predictibilidad del sistema de fijación de las prestaciones. Manteniendo el sistema de reparto y de prestación definida actual, el grado de contributividad del sistema puede reforzarse mediante la introducción de factores de sostenibilidad que ajusten la cuantía de las pensiones al aumento de la esperanza de vida y al crecimiento del PIB (como ocurre en Alemania o como se contempló en el factor de sostenibilidad introducido en la reforma de 2013, cuya aplicación se ha suspendido recientemente, hasta 2023). Por su parte, la incorporación de algunos de los elementos de transparencia que inspiran los modelos de cuentas nocionales, en los que las cotizaciones se contabilizan en una cuenta individual sobre la que se aplica una revalorización en función de determinadas variables demográficas y económicas (como es el caso de Suecia), contribuiría a aumentar la disponibilidad de información sobre los derechos de pensión acumulados, que resulta esencial para que los trabajadores adopten, con la anticipación necesaria, las decisiones de ahorro para la jubilación más adecuadas a su perfil de necesidades de gasto, renta y riqueza.

El aumento del ahorro para la jubilación puede complementar las prestaciones del actual sistema público de pensiones. El sistema público de pensiones español se complementa con un pilar voluntario basado en la capitalización del ahorro para la jubilación (los fondos y los planes de pensiones). En la actualidad, este pilar tiene un peso reducido y se nutre fundamentalmente de aportaciones que resultan

incentivadas en el cómputo del impuesto sobre la renta[28]. En 2017, el volumen total de los activos en fondos de pensiones era en España del 13,6 % del PIB, algo superior al de Italia, Francia o Alemania (del 10,1 %, del 9,8 % y del 6,9 %, respectivamente), frente al 50,6 % en el promedio de la OCDE[29].

Por otra parte, la conversión de la riqueza acumulada en flujos de renta durante la jubilación requiere de innovaciones financieras que permitan ofrecer productos adecuados a una longevidad mayor y más incierta. La conversión de activos ilíquidos en flujos de renta durante largos períodos a un coste razonable, cuando la incertidumbre acerca de dicha duración es elevada y en un contexto de bajos tipos de interés, plantea retos importantes. Las familias españolas, en la actualidad, hacen un uso muy limitado de la conversión de riqueza en rentas vitalicias a través de los mercados financieros y mantienen altas tasas de propiedad de su vivienda principal tras la jubilación (véase recuadro 4.2). Como consecuencia, una buena parte de la riqueza de las familias españolas se transmite a la generación siguiente en forma de herencias, mientras que el consumo de la población jubilada depende, en su mayor parte, de la renta disponible, obtenida, mayoritariamente, a partir de las pensiones del sistema público (véase recuadro 4.2).

La reforma del sistema público de pensiones debe garantizar, además de la sostenibilidad financiera y la suficiencia de sus prestaciones, una distribución equitativa de sus costes y beneficios entre las generaciones actuales y las futuras. Las reformas del sistema público de pensiones tienen, por lo general, implicaciones distributivas entre distintos individuos, en función de cómo se diseñen y se implementen. En particular, la manera en la que se gradúen en el tiempo los cambios en el sistema de pensiones tiene consecuencias para la distribución del coste de la reforma entre distintas generaciones. En este sentido, retrasar las necesarias reformas del sistema público de pensiones podría contribuir a que dicha distribución tenga que hacerse de manera menos equitativa y con el coste de una mayor incertidumbre, lo que perjudica las decisiones de ahorro y de oferta de trabajo de las generaciones actuales.

5.2 Envejecimiento de la población, sanidad y dependencia: la financiación de un gasto creciente y la necesidad de eficiencia en la provisión de servicios

El gasto del sistema sanitario y de los programas de dependencia está estrechamente ligado al envejecimiento de la población. El gasto en salud se

28 Véase Fuentes (2016).

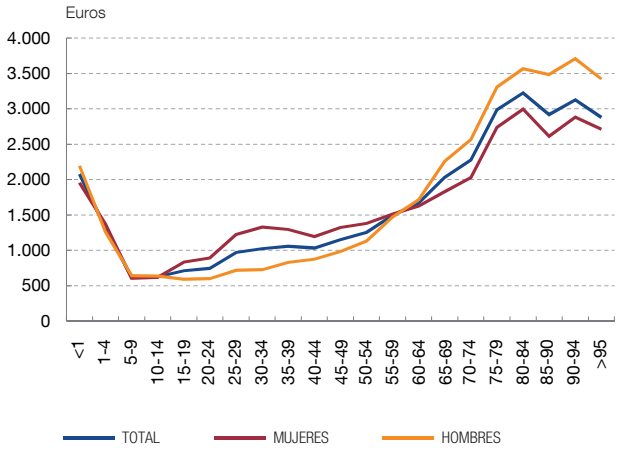
29 Media no ponderada por tamaño de países. Véase OCDE (2018).

Gráfico 4.13

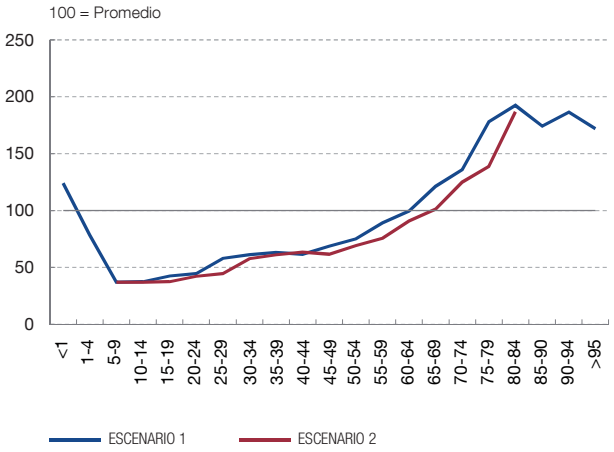
EL ENVEJECIMIENTO AUMENTARÁ EL GASTO SANITARIO EN ESPAÑA

Aunque la eficiencia del sistema sanitario y las posibles mejoras de salud en edades avanzadas asociadas recientemente al aumento de la longevidad puedan constituir un factor compensador de la presión del envejecimiento sobre el gasto sanitario, otros factores, como la aparición de nuevos tratamientos con un coste elevado o el incremento de la demanda de servicios de salud derivado de aumentos de renta, presionarán al alza.

1 PERFIL DE GASTO, POR GRUPOS DE EDAD Y SEXO, EN 2016



2 ILUSTRACIÓN DE ESCENARIOS ALTERNATIVOS PARA 2070 (a)



FUENTES: Eurostat, Ministerio de Hacienda y Banco de España.

a Escenarios basados en los supuestos del informe *The 2018 Ageing Report,* de la Comisión Europea, y correspondientes a dos hipótesis alternativas extremas. En el escenario 1, el perfil de gasto por edad se mantiene idéntico al del año base (2016), lo que quiere decir que el aumento supuesto de la esperanza de vida no va acompañado de mejora alguna en el nivel de salud para cada edad. Por el contrario, en el escenario 2, el aumento de la esperanza de vida se corresponde totalmente con una mejora de salud, con lo que el perfil de gasto se desplaza a la derecha en la cuantía del citado aumento.

DESCARGAR

concentra en las edades avanzadas. Por otra parte, los programas que proporcionan cuidados de larga duración a personas dependientes, por su propia naturaleza, también se dirigen fundamentalmente a la población de mayor edad. Por consiguiente, un aumento del peso de la población de mayor edad tendrá un impacto considerable sobre las necesidades de gasto en salud y en dependencia.

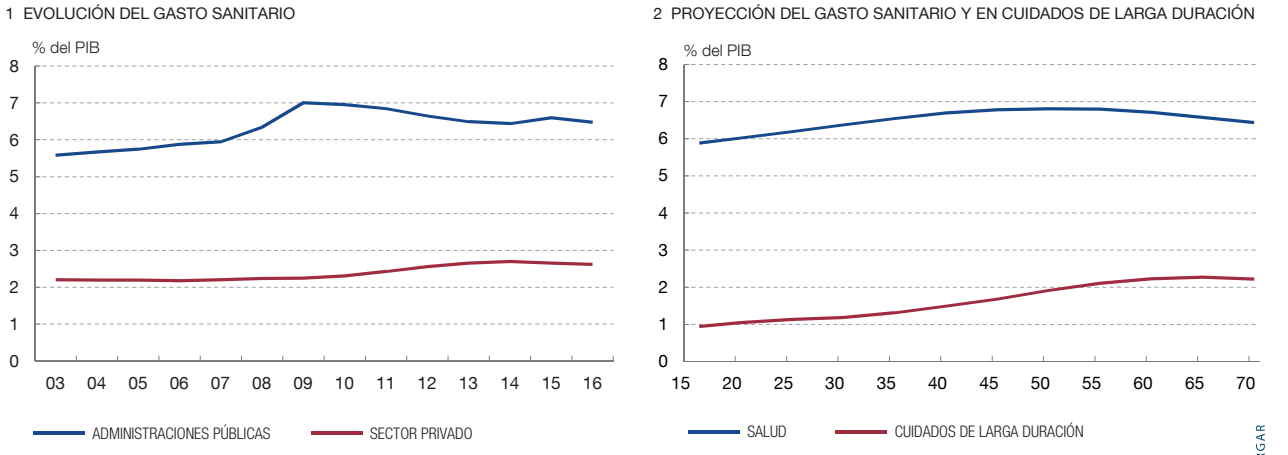
No obstante, además de la longevidad, hay otros factores que también determinan el gasto en salud y en dependencia. En primer lugar, incrementos de la eficiencia del sistema sanitario hacen que se puedan ofrecer más servicios a un coste menor. En segundo lugar, existe evidencia, aunque no del todo concluyente, acerca de la asociación de aumentos de la longevidad con mejoras de salud en edades avanzadas, por lo que no todo el aumento de la longevidad se traduce en ayores demandas de servicios de salud[30]. Por otra parte, la demanda de servicios de salud aumenta con la renta agregada y aparecen nuevos tratamientos de coste elevado, por lo que cabe esperar que, aun teniendo en cuenta posibles aumentos de

30 Véase Bohacek, Bueren, Crespo, Mira y Pijoan-Mas (2018).

Gráfico 4.14

EL ENVEJECIMIENTO TAMBIÉN PRESIONARÁ AL ALZA EL GASTO EN DEPENDENCIA

El gasto en dependencia representa en España algo más del 2 % del PIB, del cual casi las tres cuartas partes son provistas por las Administraciones Públicas. A futuro, se proyecta que el gasto sanitario y el gasto en cuidados de larga duración crezcan al compás del envejecimiento de la población.



DESCARGAR

FUENTES: Ministerio de Sanidad, Consumo y Bienestar Social, y Comisión Europea (2018).

la eficiencia del sistema sanitario y mejoras en las condiciones de salud de la población de mayor edad, el gasto en servicios de salud y en cuidados de larga duración aumente significativamente en las próximas décadas. De hecho, las tendencias recientes muestran un aumento del gasto que no puede explicarse completamente ni por factores demográficos ni por aumentos de la demanda de servicios de salud asociados al crecimiento de la renta de los hogares. Esto indica que el impacto de la tecnología en el sector de la salud está provocando un aumento del gasto, que puede acentuarse a medida que el envejecimiento de la población se haga más intenso, y que dependerá de en qué medida el incremento de la longevidad se produzca en situaciones de buena salud o con necesidad de mayores cuidados sanitarios y de dependencia (véase gráfico 4.13).

La provisión de cuidados de larga duración tiene un menor peso en comparación con el gasto sanitario. Los cuidados de larga duración se definen como actividades llevadas a cabo por cuidadores formales o informales para conseguir que una persona que no sea totalmente capaz de cuidar de sí misma mantenga la mejor calidad de vida posible. Dentro del sistema de cuentas de salud, se incluyen como cuidados de larga duración una partida del gasto sanitario total (los servicios de atención de larga duración) y otras no incluidas en esa categoría (el suministro de servicios sociales en especie y el suministro de servicios sociales en efectivo para personas enfermas o discapacitadas). En España, la provisión total de estos dos tipos de servicios supone el 0,94 % del PIB, y su provisión es principalmente

pública. No obstante, es un hecho que una buena parte de los cuidados a personas con cierta discapacidad no está contabilizada en las cuentas de salud, al realizarse de manera informal en el seno de los hogares[31].

Al igual que en el caso de las pensiones, las presiones sobre el gasto en salud y en dependencia obligan a revisar tanto su financiación como el nivel de las prestaciones que se ofrecen y la eficiencia en su provisión. A pesar de la elevada incertidumbre a la hora de hacer proyecciones sobre este tipo de gasto derivada de los aspectos comentados anteriormente, se estima que, a mediados de este siglo, el gasto sanitario podría aumentar hasta el 6,4 % y, en servicios de larga duración, hasta el 2,2 % del PIB (véase gráfico 4.14). Esta última cifra podría incluso ser superior si existiera una mayor demanda social de este tipo de cuidados derivada de un descenso de la provisión informal por parte de las familias, como consecuencia de una mayor tasa de actividad. Por consiguiente, además de asegurar una adecuada financiación para el aumento del gasto esperado, es imprescindible identificar y desarrollar buenas prácticas tanto en la gestión hospitalaria y ambulatoria como en las compras públicas y en la provisión de productos farmacéuticos con prescripción.

6 Comentarios finales

A lo largo de este siglo, la población en edad de trabajar de los países desarrollados se estancará y su peso dentro de la población total disminuirá drásticamente. Las consecuencias económicas y sociales de estos cambios demográficos serán extensas y profundas. No solo las políticas sociales dirigidas a la protección de la población de mayor edad (pensiones, salud, dependencia), sino también el funcionamiento de los mercados de bienes y servicios, de trabajo y financieros, y los mecanismos de transmisión de las políticas macroeconómicas (monetaria y fiscal), se verán alterados por dichos cambios demográficos.

Un resultado probable de todo ello es que el crecimiento potencial de estos países se ralentice, por el menor crecimiento de la población en edad de trabajar y por los posibles efectos adversos de los cambios demográficos en el crecimiento de la productividad, a pesar de la nueva ola de avances tecnológicos basados en la robótica y en la inteligencia artificial. Esto, unido a la intensa acumulación de deuda a nivel global durante las últimas décadas, plantea retos de calado en varias dimensiones económicas clave, como son las relativas al potencial de crecimiento, al funcionamiento del estado de bienestar o a las trasferencias de riqueza entre generaciones.

31 Véanse Verbakel (2017) y Braczyk y Kredler (2018).

Por todo ello, es necesario y urge que los diversos instrumentos de política económica, ya sean los dirigidos a la estabilización económica como los que tratan de promover el crecimiento económico, tengan en cuenta los cambios demográficos, que anticipen sus consecuencias e implementen medidas que aminoren sus efectos negativos, cuidando en todo momento de que la distribución de los costes asociados a ellos sea equitativa desde el punto de vista tanto intrageneracional como intergeneracional.

BIBLIOGRAFÍA

Aguiar, M., y E. Hurst (2013). «Deconstructing Life Cycle Expenditure», *Journal of Political Economy,* 121(3), junio, pp. 437-492.

AIReF (2019). «Opinión sobre la sostenibilidad de la Seguridad Social», *Opinión*, 1/2019.

Aksoy, Y., H. S. Basso, R. P. Smith y T. Grasl (2019). «Demographic Structure and Macroeconomic Trends», *American Economic Journal: Macroeconomics,* vol. 11, n.º 1, enero, pp. 193-222.

Alloza, M., y C. Sanz (2019). *Jobs multipliers: evidence from a large fiscal stimulus in Spain*, Documentos de Trabajo, n.º 1912, Banco de España.

Anderson, E., A. Inoue y B. Rossi (2016). «Heterogeneous Consumers and Fiscal Policy Shocks», *Journal of Money, Credit and Banking*, 48(8), diciembre.

Balestra, C., y R. Tonkin (2018). *Inequalities in household wealth across OECD countries: Evidence from the OECD Wealth Distribution Database,* OECD Working Papers, n.º 88.

Barany, Z., N. Coeurdacier y S. Guibaud (2018). *Capital Flows in an Aging World,* CEPR Discussion Papers, n.º 13180.

Barceló, C., O. Bover, N. Guner, G. Kocharkov y E. Villanueva (2019). *Housing over the Life Cycle: Expectations, Inheritance and Policy,* Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

Barrett, G., y C. Riddell (2016). *Ageing and Literacy Skills,* IZA Discussion Papers, n.º 10017.

Basso, H., y J. F. Jimeno (2019). *From Secular Stagnation to Robocalypse? Implications of Demographic and Technological Changes,* Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

Basso, H., y O. Rachedi (2018). *The young, the old, and the government: demographics and fiscal multipliers,* Documentos de Trabajo, n.º 1837, Banco de España.

Bohacek, R., J. Bueren, L. Crespo, P. Mira y J. Pijoan-Mas (2018). *Inequality in life expectancies across Europe,* CEPR Discussion Papers, n.º 13184.

Börsch-Supan, A., y M. Weiss (2016). «Productivity and age: evidence from work teams at the assembly line», *The Journal of the Economics of Ageing,* 7(C), pp. 30-42.

Braczyk, D., y M. Kredler (2018). «Long-Term Care Across Europe and the US: The Role of Informal and Formal Care», Universidad Carlos III de Madrid, mimeo.

Bullard, J., C. Garriga y C. J. Walker (2012). «Demographics, Redistribution, and Optimal Inflation», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 94(6), noviembre/diciembre, pp. 419-439.

Comisión Europea (2018). *The 2018 Ageing Report. Economic & Budgetary Projections for the 28 EU Member States (2018-2070),* Institutional Papers, n.º 0791, mayo.

De la Fuente, A., M. Á. García Díaz y A. R. Sánchez Martín (2018). *La salud financiera del sistema público de pensiones español: proyecciones de largo plazo y factores de riesgo,* FEDEA Policy Papers, n.º 2018-03.

Desjardins, R., y A. J. Warnke (2012). *Ageing and Skills: A Review and Analysis of Skill Gain and Skill Loss Over the Lifespan and Over Time,* EconStor Preprints, n.º 57089, ZBW - Leibniz Information Centre for Economics.

Doettling, R., y E. Perotti (2017). *Secular Trends and Technological Progress,* CEPR Discussion Papers, n.º 12519, diciembre.

Farré, L., y L. González (2018). «Does paternity leave reduce fertility?», *Journal of Public Economics*, vol. 172, abril, pp. 52-66.

Fernández-Huertas Moraga, J., y G. López-Molina (2018). *Predicting Spanish Emigration and Immigration,* AIReF Working Papers.

Ferraro, D., y G. Fiori (2018). «The Aging of the Baby Boomers: Demographics and Propagation of Tax Shocks», mimeo.

Font, P., M. Izquierdo y S. Puente (2017). *Subsidising mature age employment or throwing coins into a wishing well: a quasi-experimental analysis*, Documentos de Trabajo, n.º 1740, Banco de España.

Fuentes, I. (2016). «Evolución reciente de los planes y fondos de pensiones en España», *Boletín Económico,* diciembre, Banco de España.

Haskel, J., y S. Westlake (2018). *Capitalism without capital. The rise of the intangible economy,* Princeton University Press.

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.

Hernández de Cos, P., y E. Moral-Benito (2013). *Fiscal multipliers in turbulent times: the case of Spain,* Documentos de Trabajo, n.º 1309, Banco de España.

Jimeno, J. F., A. Lacuesta, M. Martínez-Matute y E. Villanueva (2016). *Education, labour market experience and cognitive skills: evidence from PIAAC*, Documentos de Trabajo, n.º 1635, Banco de España.

Liang, J., H. Wang y E. P. Lazear (2018). «Demographics and Entrepreneurship», *Journal of Political Economy,* octubre, pp. S140-S196.

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.

Luengo-Prado, M. J., y A. Sevilla (2013). «Time to Cook: Expenditure at Retirement in Spain», *The Economic Journal,* n.º 123, pp. 764-789.

Matea, M. Ll., y M. C. Sánchez (2015). «Creación de hogares y necesidades de vivienda principal a medio plazo», *Boletín Económico,* octubre, Banco de España.

OCDE (2018). *OECD Global Pension Statistics and Pension Markets in Focus,* París.

Párraga Rodríguez, S. (2019). *The effects of pension-related policies on household spending,* Documentos de Trabajo, n.º 1913, Banco de España.

Sebastián, R. (2018). «Explaining Job Polarisation in Spain from a Task Perspective», *SERIEs*, 9(2), pp. 215-248.

Verbakel, E. (2017). «How to understand informal caregiving patterns in Europe? The role of formal long-term care provisions and family care norms», *Scandinavian Journal of Public Health*, 46(4), pp. 436-447.

Recuadro 4.1

PROYECCIONES DE POBLACIÓN EN ESPAÑA: COMPARACIONES E INCERTIDUMBRE

El Instituto Nacional de Estadística (INE) publicó, en octubre de 2018, las últimas proyecciones de población para el período 2018-2068[1]. El punto de partida son las cifras provisionales de población a 1 de enero de 2018, que resultaron ser superiores –en casi 220.000 personas– a lo previsto para ese año en las anteriores proyecciones, de octubre de 2016. Con estas nuevas proyecciones, el INE estima un crecimiento continuado de la población total, hasta alcanzar un nivel máximo muy cercano a los 50 millones de habitantes en 2048, año a partir del que se proyectan caídas moderadas. Las nuevas proyecciones representan, con respecto a las anteriores estimaciones del INE, de 2016, una fuerte revisión al alza, que llega a cifrarse en unos siete millones de habitantes más al final del horizonte de proyección (véase gráfico 1). A más corto plazo, el INE estima un aumento de la población total de casi el 4 % entre 2018 y 2028, también claramente por encima de lo previsto con anterioridad. Esta revisión al alza se produce igualmente en el colectivo en edad de trabajar (véase gráfico 2).

Otras instituciones realizan sus propias proyecciones de población, como Eurostat o la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF)[2]. Una comparación de estas proyecciones muestra que las del INE resultan muy similares a las de la AIReF en los diez primeros años, para situarse posteriormente por debajo, a medida que avanza el horizonte de proyección. La discrepancia en el año 2050 se eleva a cerca de seis millones de habitantes. Por otra parte, en relación con Eurostat, a pesar de que el INE proyecta niveles de población superiores en la mayor parte del horizonte, sus estimaciones resultan algo más pesimistas al final de este, en torno a 1,5 millones de habitantes menos.

Detrás de las diferencias entre estas proyecciones se encuentran, principalmente, las discrepancias en los supuestos de partida de cada una de ellas (en concreto, en los referidos a los flujos migratorios y a la fecundidad, dado que los correspondientes a la mortalidad resultan muy similares) (véanse gráficos 3 a 6). Con respecto a la migración, el INE contempla unos flujos migratorios netos positivos en todo el horizonte de proyección, muy superiores a los supuestos realizados en 2016, en línea con la evolución más reciente de estos flujos, y también por encima de los contemplados por la AIReF a corto plazo, que se encontrarían claramente por debajo de los últimos datos publicados[3]. Por el contrario, a largo plazo, mientras que el INE proyecta una progresiva convergencia hasta unas 200.000 entradas netas al año, los flujos migratorios netos previstos por la AIReF[4] son muy superiores: por encima de los 400.000 individuos en 2050. En comparación con Eurostat, las diferencias con el INE se concentran en los 15 primeros años, para converger posteriormente hacia niveles muy similares.

En relación con la fertilidad, las proyecciones del INE contemplan que el índice de fecundidad reflejaría una muy suave tendencia al alza, desde 1,3 hijos por mujer en 2018 hasta alcanzar cerca de 1,5, lo que, si bien representa cierta mejora, no supone un cambio brusco de comportamiento con respecto a los estándares observados en nuestro país en los últimos años. Por su parte, tanto Eurostat como la AIReF realizan una hipótesis de fecundidad más optimista, hasta situar el número medio de hijos por mujer muy cercano a 2, bajo un supuesto de convergencia hacia el promedio de los países europeos.

A pesar de las diferencias en la población total entre las diversas proyecciones analizadas, todas ellas coinciden en contemplar un sustancial y progresivo envejecimiento de la población, que se traduciría en un continuado incremento de la tasa de dependencia, que —al menos— se duplicaría entre 2018 y 2050 (véase gráfico 7). Cabe mencionar que la coincidencia en las tasas de dependencia del INE y de la AIReF para 2050, a pesar de las diferentes hipótesis realizadas en cuanto a fecundidad e inmigración, se debe a

1 La metodología de este ejercicio de proyección mantiene las tendencias demográficas actuales en términos de fecundidad, mortalidad y flujos migratorios. Sin embargo, se han introducido algunos cambios metodológicos encaminados a obtener unos valores de referencia para el medio y el largo plazo de los parámetros demográficos relevantes (natalidad, mortalidad y flujos migratorios) a partir de una encuesta realizada a un conjunto de expertos demográficos.

2 Las últimas de Eurostat son de febrero de 2017 y constituyen la base del *The 2018 Ageing Report,* y las de la AIReF fueron publicadas el 4 de octubre de 2018.

3 Corresponde al primer semestre de 2018 y arroja un saldo neto positivo de 121.564.

4 Según la AIReF, sus previsiones de inmigración descansan en un modelo gravitacional desarrollado por J. Fernández-Huertas Moraga y G. López-Molina (2018), *Predicting Spanish Emigration and Immigration,* AIReF Working Papers, que estima los flujos bilaterales de migración para todos los países del mundo en el muy largo plazo.

PROYECCIONES DE POBLACIÓN EN ESPAÑA: COMPARACIONES E INCERTIDUMBRE (cont.)

Gráfico 1
POBLACIÓN TOTAL

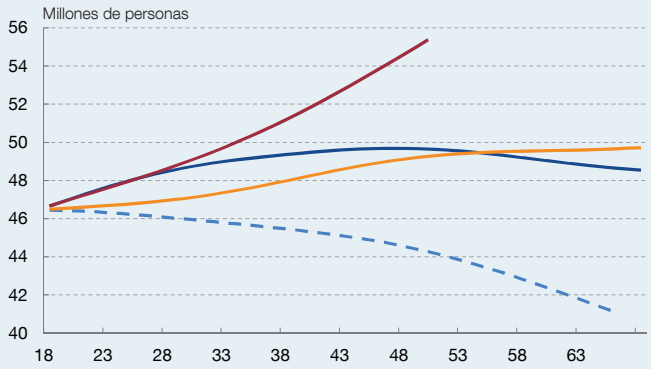


Gráfico 2
POBLACIÓN DE 16 A 66 AÑOS

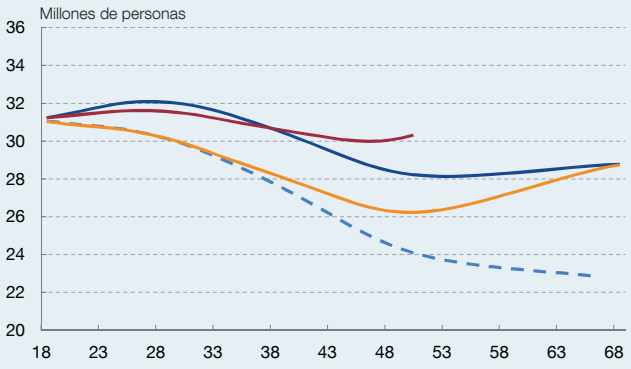


Gráfico 3
ENTRADAS NETAS DEL EXTERIOR

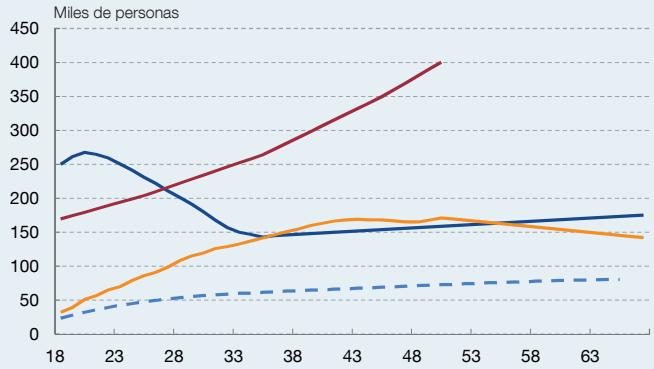


Gráfico 4
FECUNDIDAD

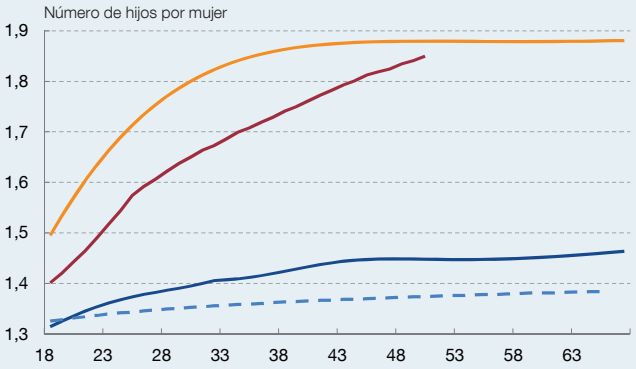


Gráfico 5
ESPERANZA DE VIDA AL NACER (HOMBRES)

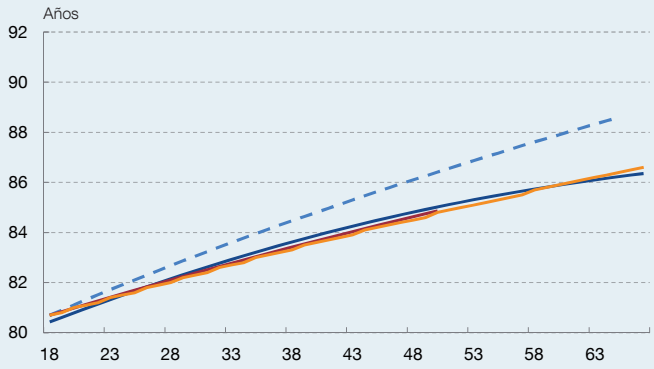
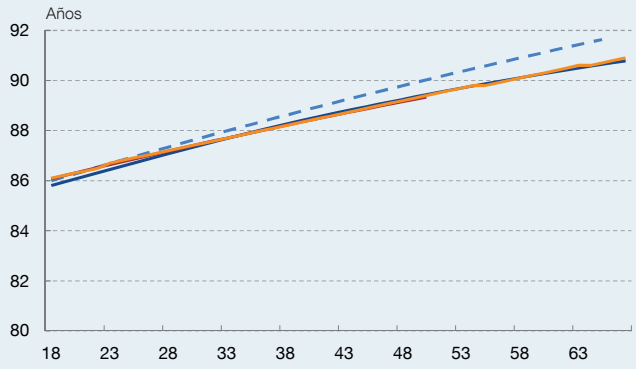


Gráfico 6
ESPERANZA DE VIDA AL NACER (MUJERES)



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

que la AIReF supone una distribución por edad de la entrada neta de inmigrantes notablemente más envejecida que la subyacente en la previsión del INE, lo que compensa la mayor población en edad de trabajar como resultado de la mayor fecundidad. Estas diferencias y similitudes ponen de manifiesto que, aunque la incertidumbre asociada a las proyecciones de población a largo plazo es elevada (en 2050, las bandas de confianza al 95 % pueden alcanzar una amplitud cercana a 20 pp del valor mediano, según las perspectivas de población mundial de Naciones Unidas) (véase gráfico 8), las tendencias demográficas previsibles según un amplio rango de supuestos coinciden en mostrar inequívocamente un acusado envejecimiento de la población a medio y a largo plazo.

Gráfico 7
TASA DE DEPENDENCIA (a)

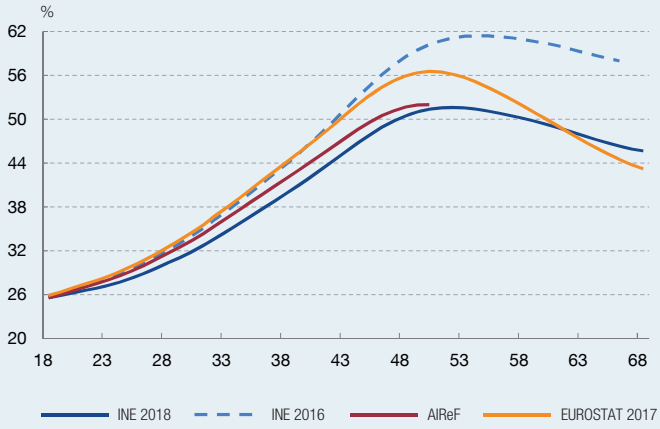
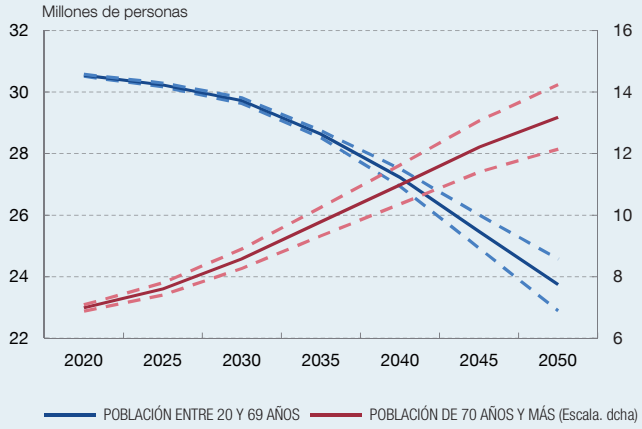


Gráfico 8
INCERTIDUMBRE ASOCIADA A LAS PROYECCIONES DE POBLACIÓN (b)



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

a Definida como la relación entre el colectivo mayor de 66 años y el de edades comprendidas entre 16 y 66 años. La reforma del sistema de pensiones de 2011 estableció el aumento escalonado de la edad legal de jubilación hasta los 67 años en 2027, desde los 65, a un ritmo de un mes por año, entre 2013 y 2018, y, a partir de 2018, de dos meses por año hasta 2027. Dado que este recuadro contiene proyecciones que van más allá de este último año, la tasa de dependencia utilizada es coherente con este cambio.
b Se representan, para cada colectivo, la mediana de las proyecciones de población con sus intervalos de confianza al 95% en líneas discontinuas.

Recuadro 4.2

LA EVOLUCIÓN DE LAS CARTERAS DE LOS HOGARES ESPAÑOLES A LO LARGO DE SU CICLO VITAL

La teoría del ciclo vital predice que los individuos anticipan que sus ingresos caerán tras su jubilación, por lo que durante su vida laboral acumulan un nivel de activos financieros que permita sostener su gasto en la vejez. Así, de acuerdo con esta teoría, el volumen del ahorro aumentaría durante la vida laboral, para disminuir tras la jubilación, por lo que los cambios en la composición demográfica de la población conllevarían variaciones del ahorro agregado.

Para verificar si la riqueza de los hogares aumenta durante la vida laboral y disminuye tras la jubilación, es necesario tener en cuenta que individuos de edades distintas tomaron sus decisiones de ahorro en entornos financieros diferentes, por lo que la tenencia de activos financieros de una generación a una edad determinada no es necesariamente la que cabe prever para individuos más jóvenes. A modo de ejemplo, tanto en Estados Unidos como en la zona del euro se ha documentado que, comparadas con otras, las generaciones que vivieron episodios de fuertes caídas bursátiles tienen una menor propensión a tener acciones a lo largo de toda su vida[1]. Por lo tanto, hogares compuestos por personas de diferentes edades pueden poseer distintos niveles de riqueza por motivos que no tienen que ver únicamente con el ciclo vital.

Este recuadro analiza la tenencia y el volumen de los activos reales y financieros de los hogares españoles a lo largo de su ciclo vital, y los agrupa según la fecha de nacimiento de la persona de referencia[2]. Para ello, se utiliza información de las cinco primeras olas de la Encuesta Financiera de las Familias, que abarcan el período comprendido entre 2002 y 2014[3].

Los resultados sugieren que, como predice la teoría del ciclo vital, la tenencia de la vivienda principal aumenta 40 pp entre los 25 y los 45 años, edad esta última a la que el 80 % de las familias poseen su vivienda principal (véase gráfico 1). Este perfil temporal sugiere que las familias no pueden adquirir su vivienda hasta que acumulan los fondos suficientes para pagar la entrada, y que la posibilidad de ahorrar aumenta según lo hace la renta del hogar. En cambio, el porcentaje de propietarios no disminuye tras la jubilación, un rasgo que se comenta posteriormente.

Por su parte, la tenencia de activos financieros con riesgo sí muestra un perfil de acumulación durante la vida laboral y de desahorro posterior[4]. En torno a los 30 años, uno de cada cinco hogares tiene algún activo financiero con riesgo, un porcentaje que va aumentando a lo largo de la vida laboral, hasta los 45-50 años, cuando aproximadamente uno de cada dos hogares tiene algún activo de este tipo (véase gráfico 4). En cambio, a partir de los 65 años, solo uno de cada diez hogares tiene un activo financiero con riesgo, una caída debida a que los individuos rescatan sus planes de pensiones una vez que acceden a la jubilación[5].

La evolución del volumen ahorrado en la vivienda principal refleja fundamentalmente la evolución del precio de la vivienda entre 2002 y 2014. Así, para todas las generaciones consideradas, el valor de mercado mediano de la vivienda principal aumentó entre 50.000 y 100.000 euros en el período comprendido entre 2002 y 2008, y cayó en una magnitud similar entre 2008 y 2014 (las magnitudes se expresan en euros de 2014). En 2014, el valor mediano de mercado de la vivienda principal era de 120.000 euros para todos los grupos de edad, similar en términos reales

1 Véanse M. Ampudia y M. Ehrmann (2017), «Macroeconomic Experiences and Risk Taking of Euro Area Households», *European Economic Review*, 91(C), pp. 146-156, y U. Malmendier y S. Nagel (2009), «Depression Babies: Do Macroeconomic Experiences Affect Risk-Taking?», *Quarterly Journal of Economics*, 126(1), pp. 373-416.

2 El año de nacimiento se muestra en grupos de tres años.

3 Estos resultados provienen de C. Barceló, O. Bover, N. Guner, G. Kocharkov y E. Villanueva (2019), *Housing over the Life Cycle: Expectations, Inheritance and Policy,* Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

4 En este recuadro se consideran dos formas de tenencia de activos financieros con riesgo. La primera incluye tanto la posesión de acciones –cotizadas o no– como la de fondos de inversión con peso mayoritario de acciones (véase gráfico 3). La segunda incluye, aparte de los activos mencionados, los fondos de pensiones, los seguros de vida *(unit link* y de capital mixto) y las cuentas gestionadas, excluidos los depósitos y los valores de renta fija. Esta segunda medida de tenencia de activos con riesgo se muestra en el gráfico 4.

5 Cuando se examina la tenencia de activos financieros con riesgo que solo incluye acciones y fondos de inversión con participación mayoritaria en acciones, la caída tras la jubilación es sustancialmente menor, de entre 10 pp y 20 pp (compárense los gráficos 4 y 5).

Recuadro 4.2

LA EVOLUCIÓN DE LAS CARTERAS DE LOS HOGARES ESPAÑOLES A LO LARGO DE SU CICLO VITAL (cont.)

Gráfico 1
DISTRIBUCIÓN DE HOGARES PROPIETARIOS DE VIVIENDA PRINCIPAL, POR EDAD DE LA PERSONA DE REFERENCIA DEL HOGAR

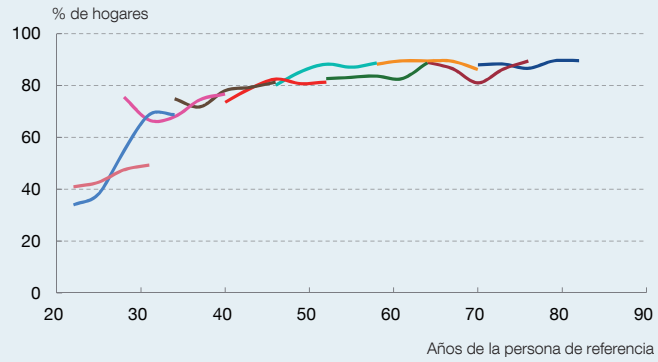


Gráfico 2
MEDIANA DEL VALOR REAL DE LA VIVIENDA PRINCIPAL DE HOGARES PROPIETARIOS, SEGÚN EDAD DE LA PERSONA DE REFERENCIA DEL HOGAR (a)

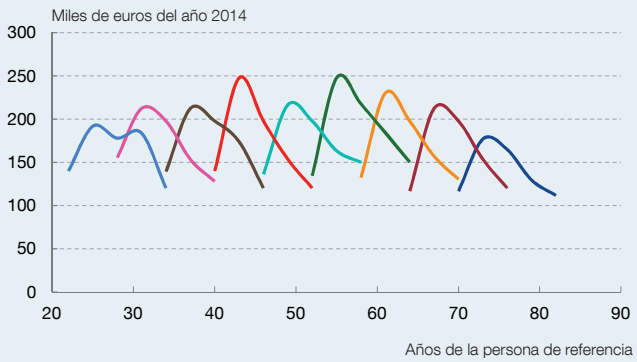


Gráfico 3
DISTRIBUCIÓN DE HOGARES PROPIETARIOS DE ACTIVOS FINANCIEROS CON RIESGO, POR EDAD DE LA PERSONA DE REFERENCIA DEL HOGAR (b)

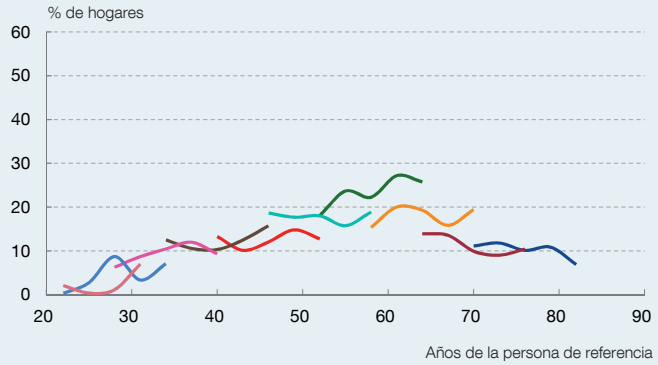


Gráfico 4
DISTRIBUCIÓN DE HOGARES PROPIETARIOS DE ACTIVOS FINANCIEROS EXCLUYENDO RENTA FIJA Y DEPÓSITOS, POR EDAD DE LA PERSONA DE REFERENCIA DEL HOGAR (c)

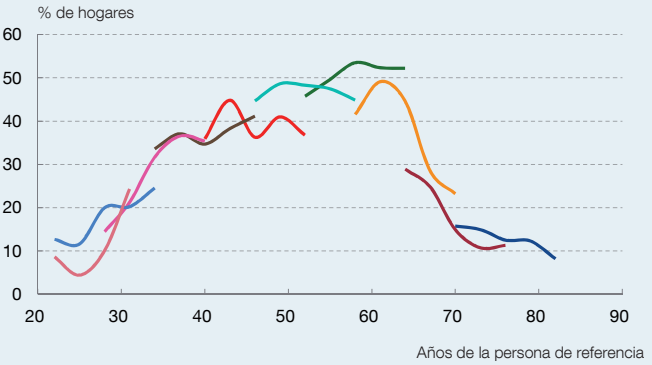


Gráfico 5
MEDIANA DEL VALOR REAL DE LA RIQUEZA DE HOGARES PROPIETARIOS DE ACTIVOS FINANCIEROS SIN INCLUIR RENTA FIJA NI DEPÓSITOS, SEGÚN EDAD DE LA PERSONA DE REFERENCIA DEL HOGAR (a)

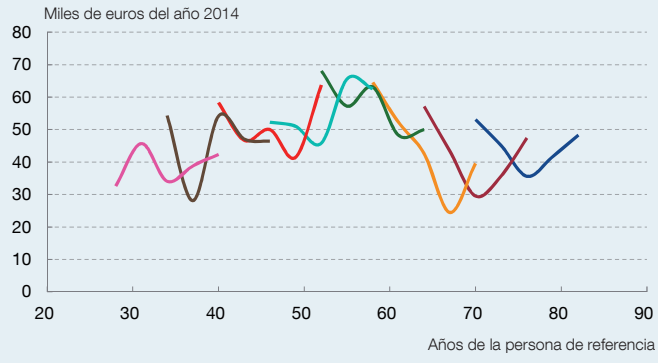
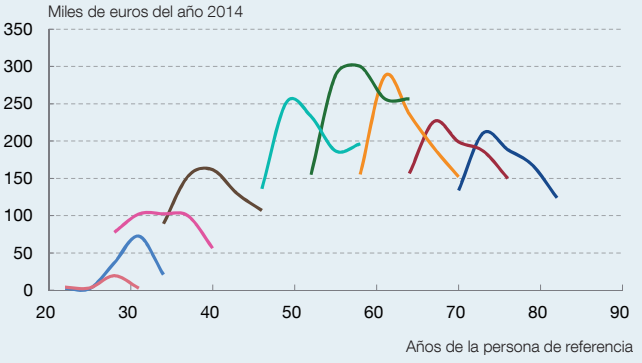
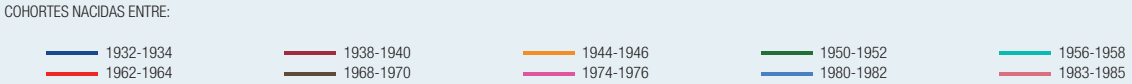


Gráfico 6
MEDIANA DEL VALOR REAL DE LA RIQUEZA NETA DE HOGARES PROPIETARIOS DE ACTIVOS REALES Y FINANCIEROS, SEGÚN EDAD DE LA PERSONA DE REFERENCIA DEL HOGAR (a)





FUENTE: Barceló, Bover, Guner, Kocharkov y Villanueva (2019).

a En términos reales del año 2014.
b Acciones, cotizadas o no, y fondos de inversión variable de capital mixto o internacional.
c Fondos de inversión mobiliarios de capital variable mixto o internacional, acciones (cotizadas o no), fondos de pensiones, seguros de vida *(unit-link* o capital mixto) o carteras gestionadas.

al observado en 2002 (véase gráfico 2). El hecho de que el aumento y la posterior caída del valor mediano de la vivienda sean comunes para todos los grupos de edad —y de que no haya una reducción especialmente acusada entre los jubilados— sugiere que las familias mayores no desahorran vendiendo su vivienda principal para trasladarse a otra de menor valor.

El volumen mediano invertido en activos financieros con riesgo entre quienes tienen algún activo de este tipo pasa de 35.000 euros entre los 35 y los 45 años (observado para generaciones nacidas después de 1970) a alrededor de 60.000 euros entre los 50 y los 60 años (observado para generaciones nacidas en los años cincuenta). Como muestra el gráfico 5, el volumen mediano invertido en estos activos cae hasta los 30.000 euros a partir de la jubilación, una caída que, como se ha señalado anteriormente, refleja que, a partir de la jubilación, los hogares rescatan los planes de pensiones para depositar las inversiones en depósitos a plazo fijo o en cuentas bancarias, o en otros vehículos financieros sin riesgo.

Para analizar los recursos totales del hogar, es útil examinar la evolución a lo largo del ciclo vital de la riqueza neta mediana, definida como la suma de todos los activos del hogar neta del valor de las deudas (véase gráfico 6). La riqueza neta mediana entre los 20 y los 35 años (observada para las generaciones nacidas después de 1970) es inferior a 100.000 euros, excede los 200.000 euros hacia los 60 años (para la generación nacida en torno a la década de los cincuenta) y se sitúa sobre los 150.000 euros tras la jubilación (observada para la nacida en los treinta). Nótese que, en 2014, la riqueza neta de las generaciones nacidas en torno a los años cincuenta fue de 250.000 euros, muy superior al valor mediano de su vivienda principal, lo que refleja que esta cohorte posee activos financieros y otros activos reales, además de su vivienda principal. En cambio, entre las generaciones nacidas en los años cuarenta y anteriores, la riqueza mediana neta en 2014 es similar al valor mediano de su vivienda principal, lo que denota que apenas poseen otros activos distintos de esta.

Para caracterizar el patrón de acumulación de riqueza en la vida laboral y de desacumulación tras la jubilación, se puede comparar la riqueza mediana neta que cada generación tenía en 2014 con la que tenía en 2002. La magnitud de la acumulación de riqueza a lo largo de la vida laboral ha sido sustancial para los nacidos en la década de los cincuenta, y más reducida para las generaciones nacidas después de 1970. Por lo tanto, sí se observa que la riqueza mediana aumenta durante la vida laboral y que disminuye levemente tras la jubilación. Si bien ambos rasgos son coherentes con lo que predice la teoría del ciclo vital, la alta tasa de propiedad de vivienda principal y la ausencia de desahorro en vivienda tras la jubilación sugieren que existen otros factores que influyen en los patrones de ahorro de los hogares españoles. Entre otras posibilidades, como se menciona en el apartado 3.1, cabe destacar el deseo de dejar la vivienda principal como herencia, la presencia de un motivo de precaución que desaconseje vender la vivienda principal para alquilar otra o la ausencia de productos financieros —como las hipotecas inversas—, que permitan hacer líquida la riqueza inmobiliaria acumulada.

¿En qué medida es el comportamiento observado para las generaciones nacidas antes de 1960 el esperable para las generaciones nacidas después? La comparación de la riqueza neta sugiere que las generaciones que nacieron tras 1970 tienen un nivel de riqueza neta mediano inferior al que tenían cohortes anteriores a su misma edad. Por ejemplo, la generación nacida en torno a 1974 tuvo entre los 20 y los 35 años una riqueza mediana neta de en torno a 100.000 euros, mientras que la riqueza mediana de las generaciones nacidas en 1980 o después no ha llegado a 75.000 euros. Parte de estas diferencias se debe a que el porcentaje de las familias propietarias de su vivienda que tienen una persona de referencia nacida después de 1980 es inferior en 20 pp al de las generaciones precedentes a la misma edad. Por otra parte, la ratio mediana de deuda sobre riqueza entre los menores de 35 años subió del 51,7 % en 2008 al 86,4 % en 2014[6]. Este aumento sugiere que la caída del precio de la vivienda observado durante esos años explicaría la caída de la riqueza neta entre los nacidos en la década de los ochenta que sí eran propietarios de su vivienda. Las diferencias entre la tenencia y el volumen de ahorros según los distintos años de nacimiento introducen, por tanto, una nota de cautela a la hora de extrapolar el comportamiento de una generación al de las siguientes.

6 Véanse Banco de España (2017), «Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2014: métodos, resultados y cambios desde 2011», *Boletín Económico,* 1/2017, y Banco de España (2014), «Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2011: métodos, resultados y cambios desde 2008», *Boletín Económico,* enero.

Recuadro 4.3

LOS EFECTOS DE LOS CAMBIOS DEMOGRÁFICOS Y TECNOLÓGICOS SOBRE EL CRECIMIENTO EN EL LARGO PLAZO

Los cambios demográficos que acelerarán el envejecimiento de la población van a ocurrir en conjunción con una nueva ola de avances tecnológicos derivados del desarrollo de la robótica y de la inteligencia artificial. En este escenario surgen cuestiones relativas a las relaciones que existen entre demografía y tecnología, y a sus consecuencias para el crecimiento económico en el largo plazo.

Una hipótesis que se ha de tener en cuenta es que los avances tecnológicos permitirán crecimientos de la productividad que compensarán la reducción de la población en edad de trabajar, de manera que el crecimiento del PIB per cápita sería mayor a medida que envejece la población. Acemoglu y Restrepo (2017)[1] encuentran evidencia de una asociación positiva entre el crecimiento de la renta per cápita y el tamaño de la población mayor de 50 años en relación con la población de 20-49 años en una muestra amplia de países (que incluye los menos desarrollados) durante los últimos 25 años. Sin embargo, Aksoy *et al.* (2019)[2], analizando un panel de países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, llegan a la conclusión contraria (véase gráfico 1). Estos últimos autores atribuyen el impacto negativo del cambio demográfico sobre el crecimiento económico a que la eficacia de la innovación a la hora de producir avances tecnológicos se resiente a medida que la población joven en edad de trabajar se reduce.

Para analizar todos los posibles mecanismos que relacionan demografía, innovación y crecimiento económico en el largo plazo, Basso y Jimeno (2019)[3] utilizan un modelo de generaciones solapadas con dos etapas vitales (vida laboral y jubilación), en el que el sector de innovación tecnológica tiene dos componentes: la producción de nuevos productos/tareas y la mecanización de dichas tareas mediante la introducción de «robots» que sustituyen el trabajo humano en la producción de ciertos bienes y servicios, cuyo peso relativo se determina en función de las rentabilidades de la inversión en cada uno de ellos.

El modelo tiene tres características que hacen que el análisis sea especialmente relevante: i) una estructura demográfica que determina la oferta de trabajo y la tasa de ahorro de la economía, y, por tanto, los recursos disponibles para la acumulación de capital, la producción de nuevas ideas y la introducción de «robots» en la producción; ii) una función de producción en la que determinadas tareas se realizan exclusivamente mediante la combinación de capital y de «robots» (sin trabajo humano), y iii) una relación de subsidiaridad entre innovación tecnológica (cuya eficiencia disminuye a medida que envejece la población) y «robotización», por lo que, en el largo plazo, el aumento de productividad generado por la introducción de robots en la producción solo puede continuar en la medida en que se generen nuevos productos, es decir, se supone que, antes de que una tarea de producción pueda ser ejecutada por robots, tiene que ser inventada y ejecutada por trabajo humano.

El gráfico 2 muestra los resultados de introducir en este modelo las proyecciones demográficas de Estados Unidos y de Europa (entendida como la agregación de Alemania, Italia, Francia y España) en relación con las sendas previstas de crecimiento del PIB per cápita y otras variables macroeconómicas[4]. En primer lugar, resulta interesante destacar que, puesto que el envejecimiento de la población se producirá más rápidamente en Europa que en Estados Unidos, los resultados de las simulaciones predicen un crecimiento más rápido de la robotización en Europa. Como resultado, las disminuciones del peso del trabajo en la producción y de la participación de los salarios en el PIB serían mayores en Europa que en Estados Unidos. En cualquier caso, en esta simulación, en la que el sector de innovación tecnológica no experimenta ninguna mejora en su eficacia, y en la que se supone que la economía converge hacia una senda en la que los pesos de los sectores de producción intensivos en trabajo y en robots se mantienen constantes, el crecimiento económico en el largo plazo

1 D. Acemoglu y P. Restrepo (2017), «Secular Stagnation? The Effect of Aging on Economic Growth in the Age of Automation», *American Economic Review,* 107(5), pp. 174-179.

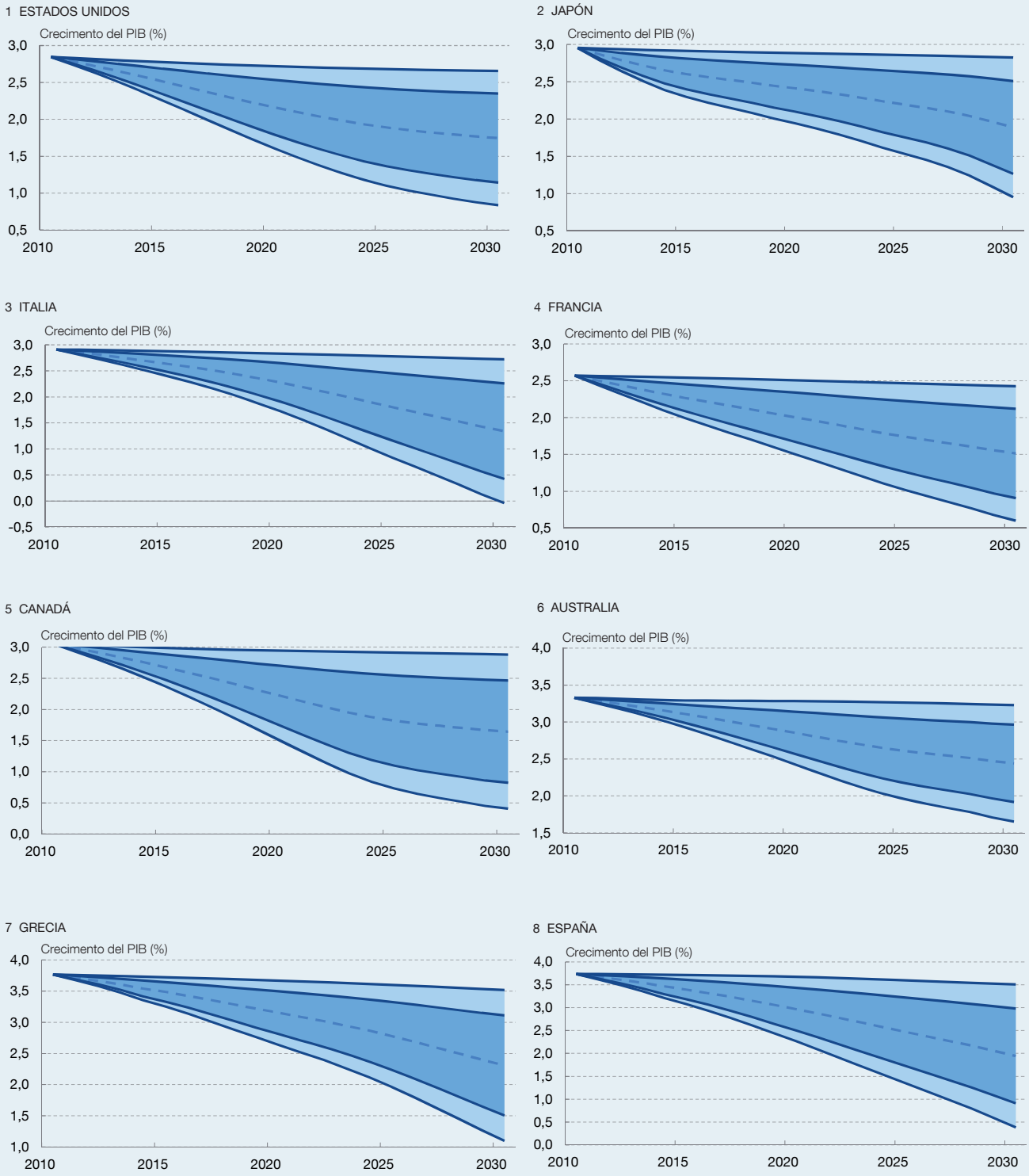
2 Y. Aksoy, H. S. Basso, R. P. Smith y T. Grasl (2019), «Demographic Structure and Macroeconomic Trends», *American Economic Journal: Macroeconomics,* vol. 11, n.º 1, enero, pp. 193-222.

3 H. Basso y J. F. Jimeno (2019), *From Secular Stagnation to Robocalypse? Implications of Demographic and Technological Changes,* Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

4 Se utilizan las proyecciones demográficas de la División de Población, de Naciones Unidas.

LOS EFECTOS DE LOS CAMBIOS DEMOGRÁFICOS Y TECNOLÓGICOS SOBRE EL CRECIMIENTO EN EL LARGO PLAZO (cont.)

Gráfico 1
EFECTOS DE LOS CAMBIOS DEMOGRÁFICOS Y TECNÓLOGICOS SOBRE EL CRECIMIENTO DEL PIB, CALCULADOS CON DATOS HISTÓRICOS

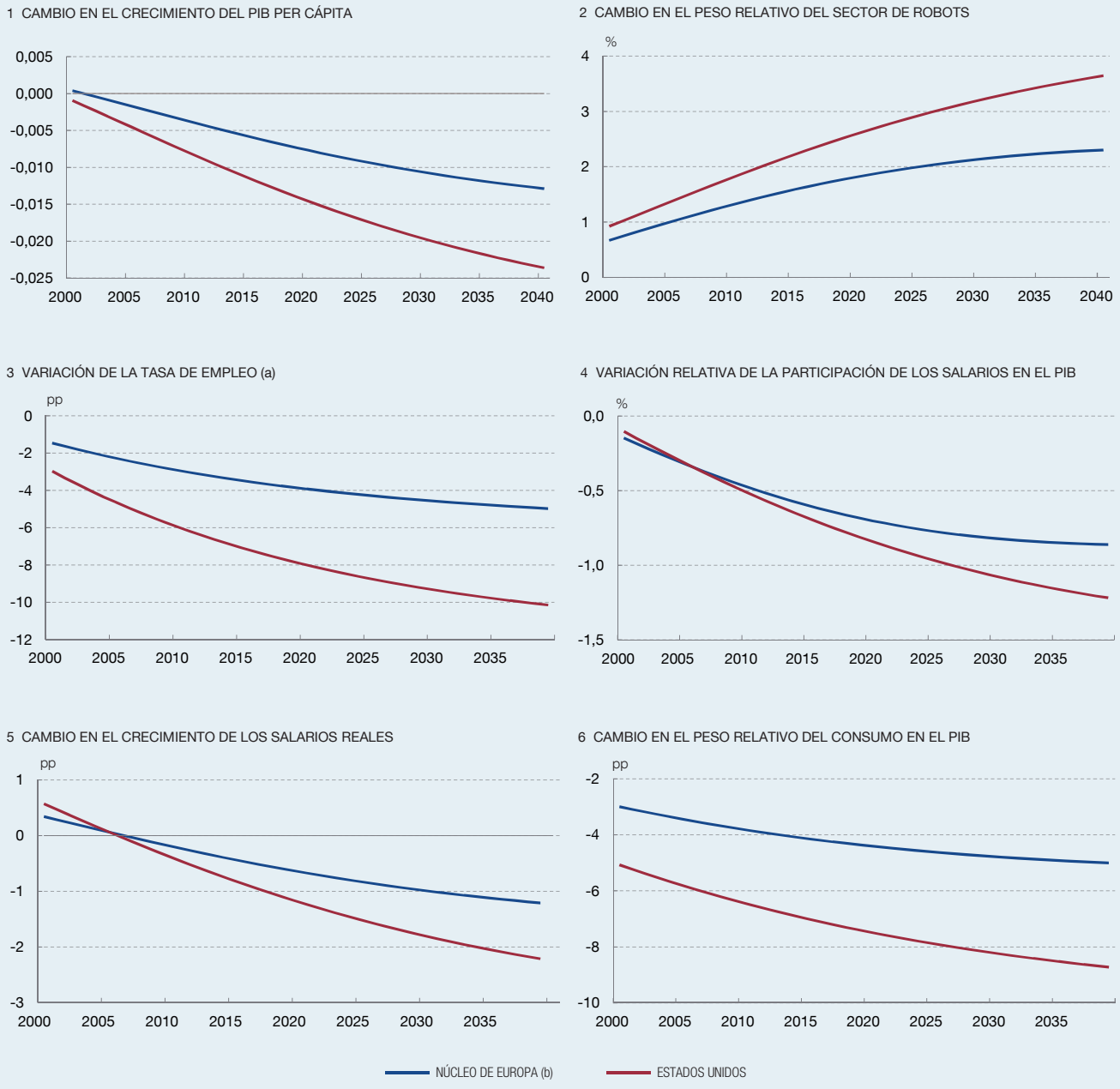


FUENTE: Aksoy, Basso, Smith y Grasl (2019).

a Las dos bandas de confianza en los gráficos 1.1 a 1.8 se refieren a la significatividad estadística de las estimaciones con un nivel de confianza del 60 % y del 80 %.

se resentiría en ambas áreas, debido al efecto del envejecimiento. En definitiva, el aumento de productividad que puede generar la automatización no sería suficiente, de acuerdo con estas simulaciones, para compensar el menor crecimiento económico asociado al declive demográfico.

Gráfico 2
SIMULACIONES SOBRE ALGUNAS VARIABLES MACROECONÓMICAS BASADAS EN PROYECCIONES DEMOGRÁFICAS



FUENTE: Basso y Jimeno (2019).

a Definida como la ratio entre los ocupados y la población en edad de trabajar.
b Corresponde a la agregación de Alemania, España, Francia e Italia.

Recuadro 4.4

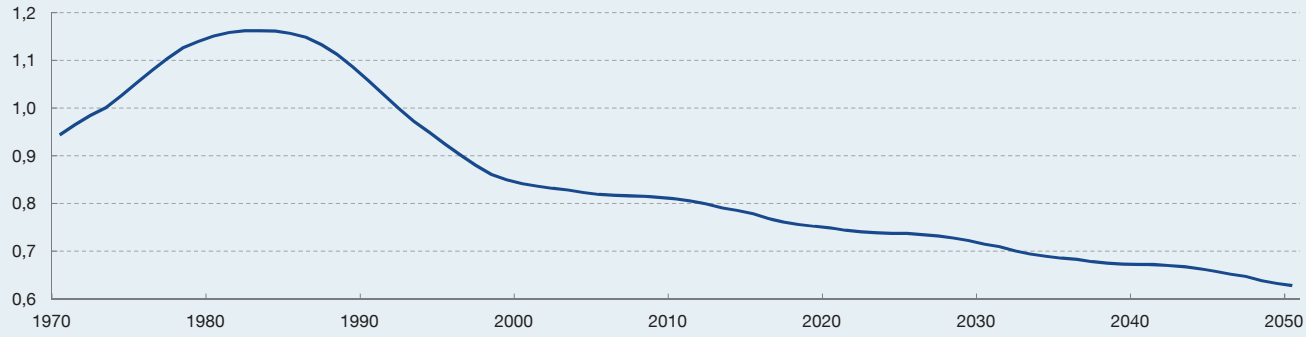
LOS EFECTOS DE LOS CAMBIOS DEMOGRÁFICOS SOBRE LOS MULTIPLICADORES FISCALES DE LOS PROGRAMAS DE CONSUMO Y DE INVERSIONES PÚBLICOS

La política fiscal, ya sea con decisiones discrecionales sobre gastos en impuestos o mediante los estabilizadores automáticos, puede contribuir a estabilizar las fluctuaciones macroeconómicas. Para ello, debe ayudar a sostener la actividad económica en períodos de recesión y a moderar el gasto público en períodos de expansión. Su eficacia a la hora de conseguir estos objetivos depende, ante todo, de cómo afecten las medidas de tipo fiscal a las decisiones de gasto en consumo de los hogares y de inversión de las empresas, o, dicho de otra manera, del multiplicador fiscal de la medida en cuestión. A este respecto, conviene tener en cuenta que no todos los programas de gasto y de ingresos públicos afectan a la actividad económica de la misma manera. En particular, los programas de consumo y de inversiones públicos se traducen en impulsos de rentas laborales que reciben los trabajadores ocupados en los sectores en los que se materialicen dichos consumos e inversiones. Por el contrario, los programas de transferencias directas a las familias implican un impulso a la renta disponible de los hogares. El multiplicador fiscal asociado a cada programa de gasto depende, por tanto, de las propensiones marginales a consumir y de las elasticidades de oferta de trabajo de los que reciben los impulsos.

En la medida en que las propensiones marginales a consumir y las elasticidades de sus ofertas de trabajo difieren por edades, un cambio en la composición por edades de la población hace que la transmisión de medidas fiscales contracíclicas al consumo y, finalmente, al nivel de demanda agregada y de actividad económica (por ejemplo, el valor de los multiplicadores fiscales) sea diferente en función del peso de las cohortes de población más jóvenes con respecto a las de edades más avanzadas. Esto ocurre especialmente en el caso de los programas de consumo y de inversión públicos, cuyos impulsos se transmiten fundamentalmente a través de cambios de las rentas laborales de los trabajadores afectados por dichos programas.

En un trabajo reciente elaborado en el Banco de España[1], se encuentra evidencia para Estados Unidos que muestra que los multiplicadores fiscales asociados a incrementos del consumo y de la inversión públicos tienen menores efectos multiplicadores en aquellos estados en los que la población está más envejecida. Los posibles canales que se encuentran detrás de estos resultados empíricos se analizan mediante un modelo neokeynesiano de ciclo vital, en el que los individuos tienen tres etapas vitales (juventud, madurez y jubilación), la duración conjunta de las dos últimas es de unos 60 años, y acumulan activos decidiendo óptimamente su oferta de trabajo y de consumo. El modelo incluye una decisión de política monetaria estándar (representada mediante una regla de Taylor) y un gobierno que financia sus gastos recaudando impuestos, emitiendo deuda pública y dedicando parte de sus recursos a financiar un sistema de pensiones con una determinada tasa de beneficio.

Gráfico 1
EVOLUCIÓN DEL MULTIPLICADOR FISCAL ASOCIADO A UN INCREMENTO DEL GASTO PÚBLICO



FUENTES: Comisión Europea y Banco de España.

1 H. Basso y O. Rachedi (2018), *The young, the old, and the government: demographics and fiscal multipliers,* Documentos de Trabajo, n.º 1837, Banco de España.

Recuadro 4.4

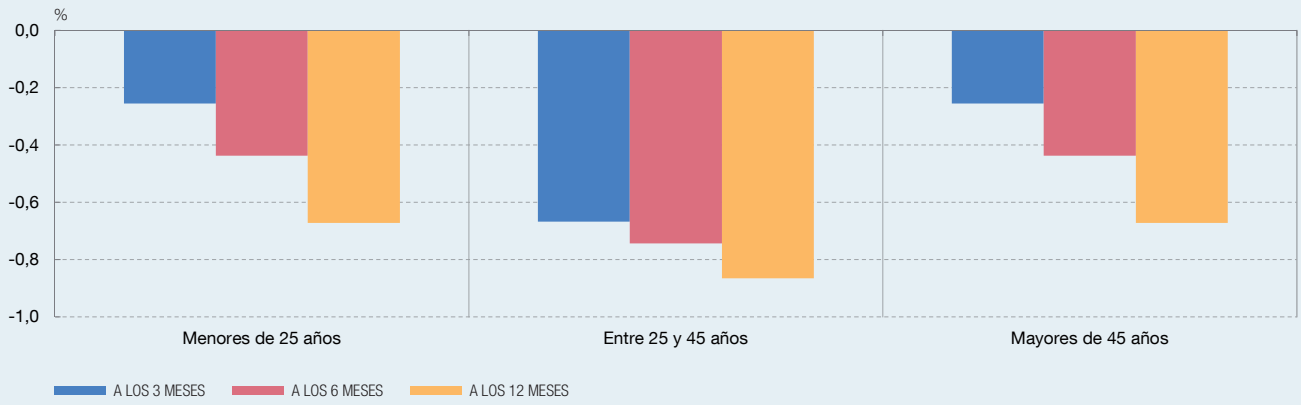
LOS EFECTOS DE LOS CAMBIOS DEMOGRÁFICOS SOBRE LOS MULTIPLICADORES FISCALES DE LOS PROGRAMAS DE CONSUMO Y DE INVERSIONES PÚBLICOS (cont.)

Una extensión de este mismo modelo a un escenario de dos áreas (España y el resto de la zona del euro), calibrado con datos que aproximen lo mejor posible sus resultados a lo observado en la realidad, permite anticipar en qué medida los cambios demográficos que se vislumbran en las próximas décadas hacen cambiar el multiplicador fiscal asociado a un aumento del consumo y de la inversión públicos en España[2]. El gráfico 1 presenta la evolución temporal de ese multiplicador fiscal. Como se puede observar, tras un período de multiplicadores fiscales relativamente altos, que coincide con la llegada a la edad laboral de la generación del *baby boom,* la eficacia de las variaciones del consumo y de las inversiones públicos para estabilizar la economía se reduce tendencialmente. Así, por ejemplo, el valor de este multiplicador fiscal se habría reducido en un 35 % entre 1985 y 2015 (del 1,2 al 0,78), y se reduciría otro 21 % más (del 0,78 al 0,62) de aquí a 2050.

No obstante, cabe señalar que los resultados anteriores se refieren a los efectos de políticas fiscales implementadas mediante variaciones del consumo y de las inversiones públicos. Por ello, resulta especialmente relevante para el valor del multiplicador fiscal asociado a esos programas en qué sectores y ocupaciones se concentran los aumentos de demanda de trabajo necesarios para llevarlos a cabo. En otro trabajo reciente se muestra evidencia del perfil demográfico de los trabajadores que resultan beneficiados tras un estímulo fiscal en España a partir de proyectos de inversión pública a escala municipal[3]. Los resultados (véase gráfico 2) sugieren que el efecto de la política fiscal en la reducción del desempleo es diferente según la edad de los colectivos afectados. Así, por ejemplo, la respuesta a este programa fiscal en el desempleo de un municipio medio durante los primeros tres meses sería 2,5 veces más grande para los trabajadores de edades de entre 25 y 45 años que para los de edad superior. Estas diferencias reflejan tanto la mayor elasticidad del trabajo de ciertos colectivos como el hecho de que el estímulo fiscal afecta de forma diferente a distintos sectores de la economía, que tienen fuerzas de trabajo que difieren en su composición demográfica. Y, cuanto menor sea la propensión marginal a consumir de los grupos de trabajadores afectados por los impulsos, menor será el multiplicador fiscal asociado a dicho impulso.

Por otra parte, si los impulsos de política fiscal se realizaran mediante transferencias directas de renta a las familias, los multiplicadores fiscales podrían ser más

Gráfico 2
EFECTO MEDIO SOBRE EL DESEMPLEO, POR EDADES, DE UN ESTÍMULO FISCAL (a)



FUENTE: Banco de España.

a Efecto en un municipio medio tras recibir un estímulo fiscal de 1 millón de euros.

2 Para este ejercicio cuantitativo se utilizan las proyecciones de población de Eurostat para los 19 países del área del euro.

3 Véase M. Alloza y C. Sanz (2019), *Jobs multipliers: evidence from a large fiscal stimulus in Spain,* Documentos de Trabajo, n.º 1912, Banco de España.

Recuadro 4.4

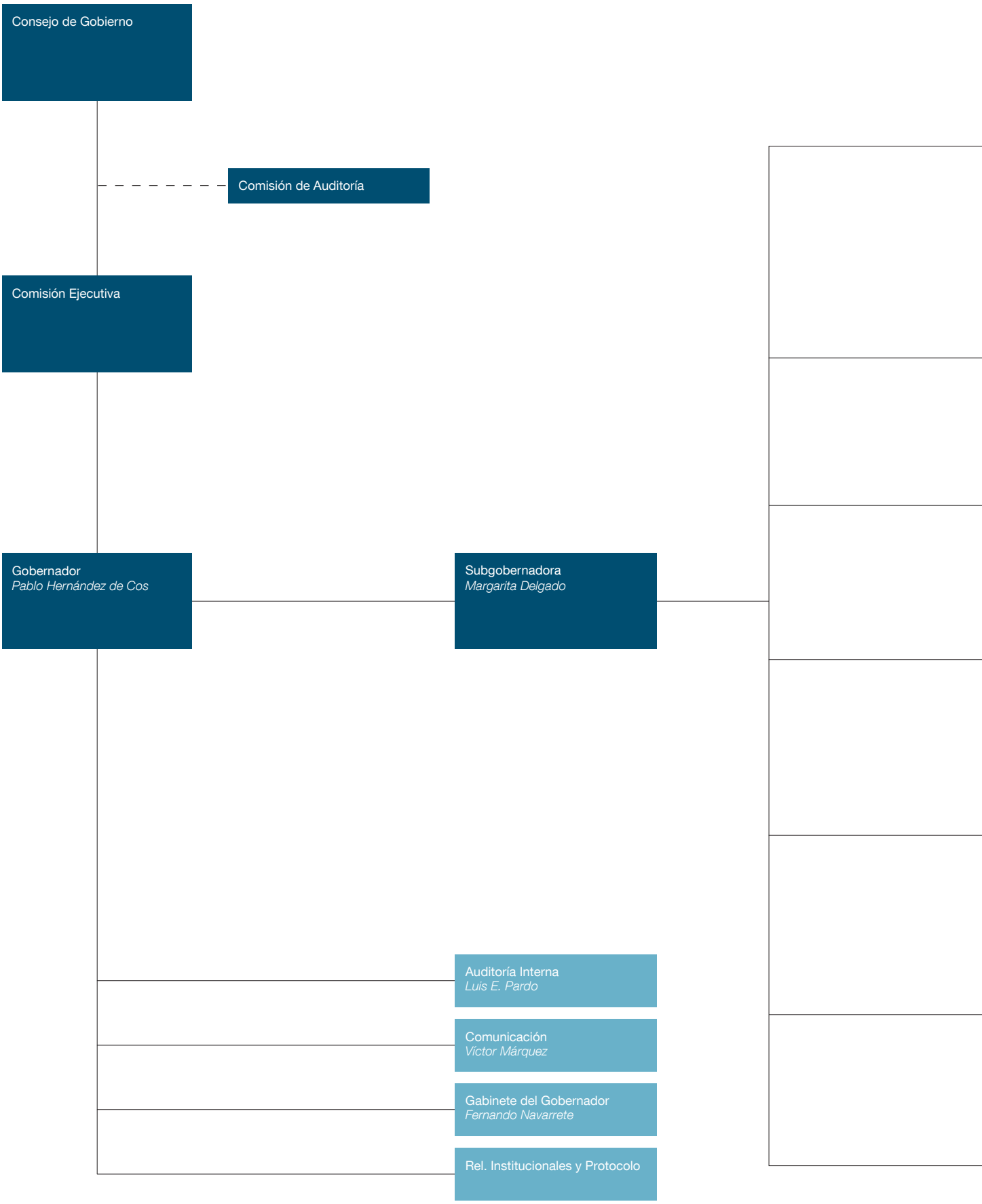
LOS EFECTOS DE LOS CAMBIOS DEMOGRÁFICOS SOBRE LOS MULTIPLICADORES FISCALES DE LOS PROGRAMAS DE CONSUMO Y DE INVERSIONES PÚBLICOS (cont.)

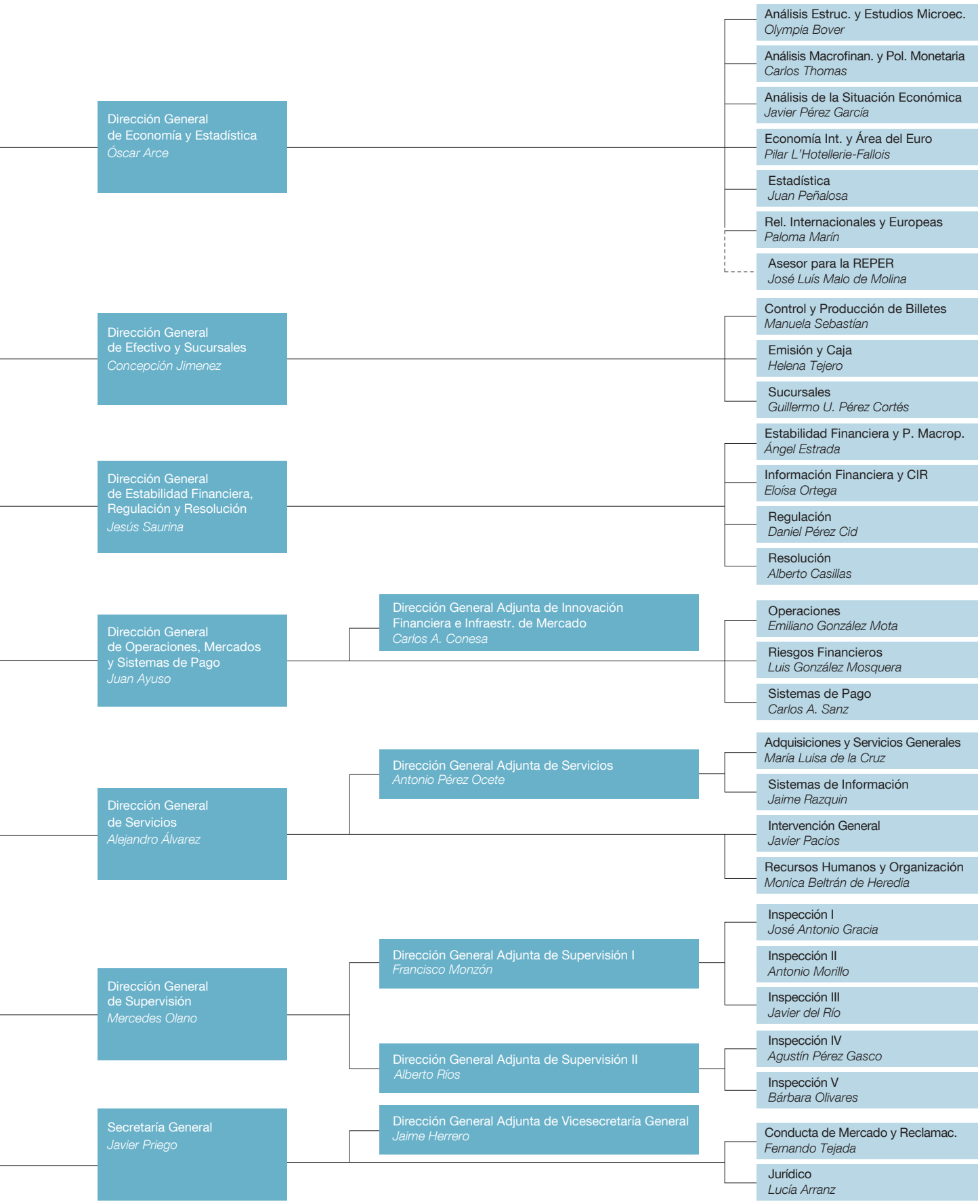
altos, en función de las edades de los hogares que las recibieran y de cómo se financiaran dichas transferencias. Así, por ejemplo, transferencias de renta desde las cohortes de edades intermedias hacia las más jóvenes y hacia las de edades más avanzadas, que tienen mayores propensiones marginales a consumir, provocarían estímulos de la actividad económica de mayor magnitud que los representados en el gráfico 1. No obstante, más allá de las transferencias intergeneracionales de renta a través del sistema público de pensiones, que en el futuro estarán limitadas por la reducción en el tamaño de la población de edades intermedias, resulta complicado diseñar otros mecanismos de transferencias intergeneracionales (basados únicamente en diferencias de edad) que pudieran ser utilizados con fines de estabilización económica.



COMPOSICIÓN DE LOS ÓRGANOS DE GOBIERNO DEL BANCO DE ESPAÑA

ORGANIGRAMA GENERAL DEL BANCO DE ESPAÑA




Dirección General de Economía y Estadística
Óscar Arce
Análisis Estruc. y Estudios Microec.
Olympia Bover
Análisis Macrofinan. y Pol. Monetaria
Carlos Thomas
Análisis de la Situación Económica
Javier Pérez García
Economía Int. y Área del Euro
Pilar L'Hotellerie-Fallois
Estadística
Juan Peñalosa
Rel. Internacionales y Europeas
Paloma Marín
Asesor para la REPER
José Luís Malo de Molina
Dirección General de Efectivo y Sucursales
Concepción Jimenez
Control y Producción de Billetes
Manuela Sebastían
Emisión y Caja
Helena Tejero
Sucursales
Guillermo U. Pérez Cortés
Dirección General de Estabilidad Financiera, Regulación y Resolución
Jesús Saurina
Estabilidad Financiera y P. Macrop.
Ángel Estrada
Información Financiera y CIR
Eloísa Ortega
Regulación
Daniel Pérez Cid
Resolución
Alberto Casillas
Dirección General de Operaciones, Mercados y Sistemas de Pago
Juan Ayuso
Dirección General Adjunta de Innovación Financiera e Infraestr. de Mercado
Carlos A. Conesa
Operaciones
Emiliano González Mota
Riesgos Financieros
Luis González Mosquera
Sistemas de Pago
Carlos A. Sanz
Dirección General de Servicios
Alejandro Álvarez
Dirección General Adjunta de Servicios
Antonio Pérez Ocete
Adquisiciones y Servicios Generales
María Luisa de la Cruz
Sistemas de Información
Jaime Razquin
Intervención General
Javier Pacios
Recursos Humanos y Organización
Monica Beltrán de Heredia
Dirección General de Supervisión
Mercedes Olano
Dirección General Adjunta de Supervisión I
Francisco Monzón
Inspección I
José Antonio Gracia
Inspección II
Antonio Morillo
Inspección III
Javier del Río
Dirección General Adjunta de Supervisión II
Alberto Ríos
Inspección IV
Agustín Pérez Gasco
Inspección V
Bárbara Olivares
Secretaría General
Javier Priego
Dirección General Adjunta de Vicesecretaría General
Jaime Herrero
Conducta de Mercado y Reclamac.
Fernando Tejada
Jurídico
Lucía Arranz

CONSEJO DE GOBIERNO

GOBERNADOR	Pablo Hernández de Cos
SUBGOBERNADORA	Margarita Delgado
CONSEJERAS Y CONSEJEROS	Carmen Alonso Paz Andrés Rafael Castejón Fernando Eguidazu Núria Mas Soledad Núñez
SECRETARIO GENERAL DEL TESORO Y FINANCIACIÓN INTERNACIONAL	Carlos San Basilio
VICEPRESIDENTA DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES	Ana María Martínez-Pina
DIRECTORES GENERALES DEL BANCO *(Con voz y sin voto)*	Alejandro Álvarez Óscar Arce Juan Ayuso Concepción Jiménez Mercedes Olano Jesús Saurina
SECRETARIO *(Con voz y sin voto)*	Francisco Javier Priego
REPRESENTANTE DEL PERSONAL DEL BANCO *(Con voz y sin voto)*	Mariano Serrano

COMISIÓN EJECUTIVA

GOBERNADOR	Pablo Hernández de Cos
SUBGOBERNADORA	Margarita Delgado
CONSEJEROS	Fernando Eguidazu Soledad Núñez
DIRECTORES GENERALES DEL BANCO (*Con voz y sin voto)*	Alejandro Álvarez Óscar Arce Juan Ayuso Concepción Jiménez Mercedes Olano Jesús Saurina
SECRETARIO *(Con voz y sin voto)*	Francisco Javier Priego

ÍNDICE DE IMÁGENES

Chaflán de Cibeles. Autor: Luis Asín. © Banco de España 1

Gobernador del Banco de España. Autor: Daniel Santamaría. © Banco de España 10

Sala de lectura de la biblioteca del Banco de España tras el proyecto de remodelación. Autor: Luis Asín. © Banco de España 30

Vestíbulo interior de acceso desde la calle de los Madrazo. Autor: Fernando Alda. © Banco de España 124

Galería de la planta principal sobre la Biblioteca. Autor: Luis Asín. © Banco de España 176

Sala de reuniones de los Madrazo. Autor: Fernando Alda. © Banco de España 224

Vista de la sala de lectura de la biblioteca desde la galería de la planta baja. Autor: Luis Asín. © Banco de España 274

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.). La lista completa de las publicaciones del Banco de España se encuentra en su sitio web, en http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/Relacionados/Fic/Catalogopublicaciones.pdf.

La mayor parte de estos documentos está disponible en formato pdf y se puede descargar gratuitamente en el sitio web del Banco de España, en http://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/. El resto puede solicitarse a publicaciones@bde.es.

Fecha de cierre de datos: 26 de abril de 2019.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2019
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)
Depósito legal: M. 26000-2003

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Públicas
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
ANFAC	Asociación Nacional de Fabricantes de Automóviles y Camiones
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BE	Banco de España
BOE	Boletín Oficial del Estado
BPI	Banco de Pagos Internacionales
CBE	Circular del Banco de España
CE	Comisión Europea
CCAA	Comunidades Autónomas
CCLL	Corporaciones Locales
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros
CEM	Confederación Española de Mutualidades
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas
CNE	Contabilidad Nacional de España
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
DEG	Derechos Especiales de Giro
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
DGT	Dirección General de Tráfico
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera
EC	Entidades de crédito
EFC	Establecimientos financieros de crédito
Eonia	Índice medio del tipo de interés del euro a un día *(Euro Overnight Index Average)*
Euríbor	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros *(Euro Interbank Offered Rate)*
Eurostat	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas
EPA	Encuesta de población activa
FAAF	Fondo para la Adquisición de Activos Financieros
FEADER	Fondo Europeo Agrícola de Desarrollo Rural
FEAGA	Fondo Europeo Agrícola de Garantía
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola
FEP	Fondo Europeo de Pesca
FFPP	Fondos de Pensiones
FGD	Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
FSE	Fondo Social Europeo
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
ICO	Instituto de Crédito Oficial
IFM	Instituciones Financieras Monetarias
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado
IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
INE	Instituto Nacional de Estadística
INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
IPC	Índice de Precios de Consumo
IPI	Índice de Producción Industrial
IPRI	Índice de Precios Industriales
IPSEBENE	Índice de Precios de Servicios y de Bienes Elaborados No Energéticos
ISFLSH	Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
NEDD	Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI
OBS	Obra Benéfico-Social
OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
OM	Orden Ministerial
OOAA	Organismos Autónomos
OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
OSR	Otros Sectores Residentes
PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
PIB	Producto Interior Bruto
PIBpm	Producto Interior Bruto a precios de mercado
PNB	Producto Nacional Bruto
RD	Real Decreto
RM	Resto del Mundo
Sareb	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria
SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
SEC	Sistema Europeo de Cuentas
SEPE	Servicio Público de Empleo Estatal
SME	Sistema Monetario Europeo
TAE	Tasa Anual Equivalente
TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria
UE-15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
UE-25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
UE-27	Países componentes de la Unión Europea desde 1.1.2007
UE-28	Países componentes de la Unión Europea desde 1.7.2013
VNA	Variación Neta de Activos
VNP	Variación Neta de Pasivos

SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

De acuerdo con la práctica de la UE, los países están ordenados según el orden alfabético de los idiomas nacionales.

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (lev búlgaro)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EUR (euro)
IE	Irlanda	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
HR	Croacia	HRK (kuna)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	EUR (euro)
LV	Letonia	EUR (euro)
LT	Lituania	EUR (euro)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forint húngaro)
MT	Malta	EUR (euro)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (zloty polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
RO	Rumanía	RON (nuevo leu rumano)
SI	Eslovenia	EUR (euro)
SK	Eslovaquia	EUR (euro)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	Estados Unidos	USD (dólar estadounidense)

ABREVIATURAS Y SIGNOS

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
m€/me	Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
pb	Puntos básicos.
pp	Puntos porcentuales.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
T^i_j	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
m_j	Tasa de crecimiento básico de período j.
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese período y el siguiente.
...	Dato no disponible.
—	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
0,0	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.