

**15.01.2019**

**Transformación y retos de la economía española**

Spain Investors Day

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

---



Quiero agradecer al Consejo Rector de Spain Investors Day y a su presidente, Benito Berceruelo, su amable invitación a intervenir, junto con el ministro de Asuntos Exteriores, en la cena de esta IX edición del Spain Investors Day. Estoy convencido de que, al igual que en ocasiones anteriores, el encuentro será un éxito.

Voy a centrar mi intervención en la situación de la economía española y de su sector bancario. Además de describir brevemente el actual contexto coyuntural, caracterizado por un entorno económico internacional más complejo e incierto, me gustaría efectuar un resumen de algunas de las mejoras observadas en la economía española en los últimos años, tras la última e intensa crisis vivida, así como detallar diversos retos y vulnerabilidades que, en mi opinión, deben ser afrontados adecuadamente y con decisión con el objetivo de, por un lado, apuntalar el crecimiento potencial de nuestra economía a largo plazo y, por otro, adaptar nuestro sistema financiero a las nuevas exigencias regulatorias y al nuevo entorno competitivo y tecnológico.

Comenzando por la situación económica, tras un crecimiento igual o superior al 3 % durante el trienio 2015-2017, y que se habría moderado algo el pasado año, hasta situarse en torno al 2,5 %, las últimas proyecciones macroeconómicas del Banco de España, publicadas el pasado diciembre, contemplan la prolongación en los próximos años de un crecimiento económico por encima del potencial, lo que permitiría continuar con la absorción del todavía elevado nivel de desempleo.

No obstante, se espera que el ritmo de expansión del PIB se desacelere gradualmente en los próximos años. Esta moderación del crecimiento refleja, fundamentalmente, el progresivo agotamiento del efecto positivo de diversos factores exógenos que han operado en estos últimos años, como las políticas de demanda expansivas (en particular, la monetaria) o el fuerte crecimiento mundial, que ya ha dado muestras de un cierto agotamiento en 2018.

Más allá de este escenario central, los riesgos a la baja sobre el crecimiento han ido aumentando. Estos riesgos, cuyo origen es fundamentalmente externo, incluyen un posible resurgimiento de tensiones financieras asociadas a la combinación de políticas económicas en Estados Unidos y sus potenciales efectos sobre las economías emergentes que presentan una mayor vulnerabilidad, y una hipotética escalada en la adopción de medidas proteccionistas, que podría afectar al dinamismo del comercio y de la actividad globales. En el ámbito europeo, las vicisitudes políticas en algunos países europeos (en particular, en Italia) y la incertidumbre sobre el desenlace del *brexít* suponen fuentes adicionales de riesgo. En el plano interno, la actual fragmentación parlamentaria introduce también incertidumbre sobre el curso futuro de las políticas económicas en nuestro país.

En este contexto, es importante subrayar que en los últimos años se ha avanzado notablemente en la corrección de algunos de los desequilibrios que la economía española había acumulado durante la expansión previa a la crisis, a lo que habrían contribuido, además de los factores más transitorios que acabo de mencionar, algunas reformas estructurales introducidas durante la crisis.

Por una parte, es de destacar el intenso proceso de desendeudamiento realizado por los hogares y las sociedades no financieras. En concreto, la ratio de la deuda sobre el PIB de las empresas se ha reducido 42 puntos porcentuales (pp) desde mediados de 2010, cuando

se alcanzaron los registros máximos, hasta el tercer trimestre de 2018, de modo que este indicador se ha situado ya unos 2 pp por debajo del valor correspondiente en el área de euro. En el caso de las familias, el proceso ha sido más lento (en parte, como reflejo de la mayor vida media de las deudas contraídas), pero también muy significativo. En ese mismo período, la ratio de deuda de los hogares ha descendido 25 pp y su nivel se sitúa apenas 3 pp por encima del dato correspondiente al área del euro. Por tanto, en ambos casos, el proceso de desendeudamiento se encuentra muy avanzado, aunque existe una cierta heterogeneidad. En particular, en los dos sectores, todavía existen agentes que se enfrentan a situaciones de presión financiera elevada como consecuencia de las deudas contraídas.

En paralelo, se ha llevado a cabo un intenso proceso de saneamiento, recapitalización y reestructuración del sector bancario, que, en los últimos cuatro años y medio, ha mejorado notablemente su situación en parámetros básicos, como la calidad de sus activos o sus niveles de rentabilidad y de solvencia. En particular, entre diciembre de 2013 y septiembre de 2018, los préstamos dudosos se han reducido en más de 120 mm de euros y los activos inmobiliarios adjudicados se han contraído en 20 mm de euros. De igual modo, la rentabilidad sobre recursos propios ha vuelto a registros positivos y superiores a la media de la zona del euro desde el desplome en 2012, cuando se situó en el -25 %. La ratio de capital total, por su parte, ha aumentado 1,7 pp en los cuatro últimos años, mientras que las ratios de apalancamiento y de liquidez se encuentran por encima del promedio europeo. Asimismo, los recientes ejercicios de estrés de la Autoridad Bancaria Europea y del Banco de España muestran una considerable capacidad de resistencia de la solvencia de las entidades españolas frente a escenarios adversos.

La economía española ha experimentado también un intenso proceso de ajuste en su saldo externo. Justo antes del inicio de la crisis, en 2007, la economía española presentaba un déficit externo del 9,6 % del PIB, lo que suponía uno de los mayores déficits externos entre las economías avanzadas. Como resultado de la profunda recesión que originó la crisis, pero también del ajuste estructural llevado a cabo desde entonces, la economía española ha generado superávits frente al exterior de manera recurrente en los últimos cinco años, que en el período 2015-2017 han superado incluso el 2 % del PIB, a pesar de la fuerte recuperación de la demanda interna durante esos años.

La presencia de superávits externos, que es un fenómeno relativamente inusual en etapas de recuperación anteriores en la economía española, se ha visto favorecida, entre otros factores, por las ganancias de competitividad derivadas de la contención de los costes laborales y financieros, que han permitido a las empresas competir internacionalmente en mejores condiciones y aumentar sus exportaciones. En particular, los costes laborales unitarios de España relativos al resto del área del euro se han reducido un 14 % entre 2008 y 2018, de forma que se habría compensado casi toda la pérdida de competitividad, medida por este indicador, acumulada durante la expansión previa. Esto ha favorecido tanto ganancias generalizadas de cuota en los mercados internacionales como una mayor diversificación geográfica hacia mercados con mayor potencial de crecimiento. Como resultado de todo ello, las exportaciones de bienes pasaron de representar, en términos reales, un 19 % del PIB en 2009 a un 28 % en 2018, el porcentaje de empresas exportadoras dentro del total de compañías españolas creció intensamente a partir de 2009 y el número de empresas exportadoras regulares se ha incrementado en los últimos cinco

años un 31 %, destacando especialmente el aumento en destinos como Asia y América del Norte.

Igualmente destacable es que este período de crecimiento ha venido acompañado de un significativo dinamismo de la inversión en equipo. En concreto, entre 2013 y 2018, este agregado aumentó, en términos reales, cerca de un 34 %, frente al 14,4 % de avance acumulado del PIB en el mismo período, de modo que el peso de este componente en el PIB se ha situado en 2018 por encima del 10 %, lo que representa el registro más alto de las tres últimas décadas. Además, esta mejora de la inversión productiva ha sido generalizada por ramas productivas, y notablemente más intensa que la registrada en el conjunto del área del euro, lo que guarda una estrecha relación con las mejoras competitivas y con la intensificación de la orientación exportadora de las empresas españolas durante los últimos años, a las que acabo de referirme.

El otro componente de la inversión, el vinculado a la construcción, ha registrado un ajuste muy significativo durante la última década, de modo que, en 2018, tras varios años de recuperación, esta rúbrica del PIB todavía se situaba en el entorno del 60 % de su nivel anterior a la crisis. El reajuste de la inversión en vivienda ha conllevado un descenso de su peso en el PIB hasta niveles cercanos al 5 % en 2018, en línea con los países de nuestro entorno, frente al 12 % de antes de la crisis. La reducción de la actividad inversora en vivienda se produjo en paralelo a una disminución de los precios de compraventa, que, a pesar de los crecimientos observados en los últimos años, se mantienen, en términos reales, un 32 % por debajo de los observados en 2007 en el conjunto del país, aunque con una cierta dispersión entre regiones. Todo ello posiciona a este sector en una mejor situación para apoyar el crecimiento económico, como, de hecho, ha sucedido en 2018. Por su parte, la construcción no residencial ha perdido peso también de manera importante, lo que refleja, en gran medida, el impacto de la reducción del gasto inversor del sector público.

Más allá de estas mejoras, como señalaba en la introducción, la economía española sigue enfrentándose a algunas vulnerabilidades y retos importantes, que paso a describir.

En primer lugar, a pesar de la notable reducción mencionada de la deuda privada en los últimos años, con los datos más recientes disponibles, correspondientes al tercer trimestre de 2018, el saldo deudor de la Posición de Inversión Internacional (PII) neta de la economía española se situó en el 81 % del PIB y el de la deuda externa bruta en el 168 % del PIB, unas cotas que resultan elevadas en relación con los países de nuestro entorno, lo que constituye un elemento de vulnerabilidad para el conjunto de la economía. La reducción de la PII hacia niveles menos vulnerables requerirá el mantenimiento de superávits por cuenta corriente durante un período prolongado. A la consolidación de una senda sostenida de superávits exteriores deberían contribuir el mantenimiento y la profundización en las ganancias de competitividad de la economía registrados en los últimos años, así como el saneamiento de las cuentas públicas.

Relacionado estrechamente con lo anterior, el segundo elemento de vulnerabilidad de la economía española es el derivado del desequilibrio de las finanzas públicas. El desglose sectorial de la PII neta muestra cómo, desde el inicio de la crisis, la posición deudora neta de las Administraciones Públicas se ha incrementado notablemente, reduciéndose la posición deudora de las instituciones financieras monetarias y del resto de sectores

residentes. Pese a la considerable disminución del déficit público sobre el PIB desde el máximo del 11 % en 2009 hasta el 3,1 % en 2017, las cuentas públicas españolas siguen presentando un elevado nivel de déficit estructural – que la Comisión Europea estima en el 3 % del PIB, el más elevado de la UEM – y de deuda pública, que se sitúa en la actualidad en torno al 98 % del producto. En este contexto, conviene tener presente que el mantenimiento de un nivel muy elevado de deuda pública durante un período prolongado no solo puede obstaculizar el crecimiento económico, sino que, además, reduce la capacidad estabilizadora de la política fiscal ante futuras recesiones.

Por todo ello, España debe aprovechar el actual contexto económico favorable mediante un programa de medio plazo para reducir las vulnerabilidades de sus finanzas públicas y generar así márgenes de maniobra presupuestarios que permitan afrontar futuras crisis. La reducción de los desequilibrios fiscales debe ser compatible con la mejora de la calidad de las finanzas públicas; y la combinación de los esfuerzos de consolidación fiscal, con el resto de reformas estructurales, que luego mencionaré.

De hecho, la mejora de los parámetros que ilustran la situación de las finanzas públicas es particularmente necesaria en nuestro país, dados los importantes retos que el envejecimiento poblacional plantea a medio y a largo plazo. Las estimaciones más recientes anticipan un incremento significativo del gasto público en pensiones, sanidad y cuidados de larga duración como consecuencia del incremento significativo de la tasa de dependencia (medida como el porcentaje de personas con edades superiores a los 65 años frente a la población en edad de trabajar), que prácticamente se duplicaría en las próximas décadas de acuerdo con las distintas proyecciones demográficas disponibles.

En relación con el sistema de pensiones, las reformas de 2011 y de 2013 incluían elementos de ajuste que permitían compensar el efecto del incremento esperado de la tasa de dependencia en el largo plazo sobre el gasto total del sistema. Los últimos desarrollos legislativos en este ámbito, sin embargo, han relajado la puesta en marcha de estos mecanismos. En consecuencia, garantizar la sostenibilidad financiera del sistema público de pensiones requerirá la introducción de medidas adicionales, por el lado de los ingresos o de los gastos, que compensen esta carga añadida.

En todo caso, es importante subrayar que afrontar el reto del envejecimiento poblacional – que no es exclusivo de España, pero que está siendo ya particularmente intenso en nuestro país – requiere la adopción de una estrategia multidisciplinar que incentive la participación de los trabajadores de más edad, que acompañe la política migratoria a las necesidades del mercado de trabajo y que fomente la natalidad.

Por otra parte, a pesar de la fuerte creación de empleo durante la recuperación, la tasa de paro sigue siendo muy alta, y su persistencia (en particular, en determinados colectivos, como los de menor cualificación) eleva el riesgo de que acabe convirtiéndose en estructural. En este sentido, el elevado desajuste de cualificaciones entre empleados y parados demanda políticas activas de empleo que fomenten la empleabilidad de cada grupo sociodemográfico con aquellos instrumentos que, tras una adecuada evaluación, se haya comprobado que son más efectivos.

Además, la tasa de temporalidad rebasa el 27 % y existe cierta evidencia de una menor duración de los nuevos contratos temporales en el período reciente, lo que, además de las

dificultades sociales que genera, perjudica la acumulación de capital humano. Reducir la temporalidad exigiría potenciar el atractivo de la contratación indefinida.

En tercer lugar, quiero referirme a la productividad. Esta es una variable en la que la economía española ha mantenido registros muy débiles en las últimas décadas, que han impedido un mayor grado de convergencia real con nuestros socios europeos. Mejorar la dinámica de esta variable resulta crucial para incrementar el crecimiento potencial de la economía en el largo plazo y el bienestar de nuestros ciudadanos. Ello exige actuaciones en distintos ámbitos. Además de las reformas relativas al mercado de trabajo ya mencionadas, se deben también introducir mejoras en el capital humano y en el tecnológico. Para ello, es esencial mejorar la calidad del marco educativo, para adaptarlo a los retos que plantean la globalización, el progreso tecnológico y la automatización de tareas. Además, la presencia de márgenes de beneficio empresarial elevados y persistentes en algunos sectores aconseja la reducción de posibles barreras a la competencia dentro de estos. Convendría también mitigar la incidencia de aquellos factores que impiden el crecimiento de las empresas más productivas (principalmente, los umbrales regulatorios ligados al tamaño).

Finalmente, en lo relativo al sector bancario, a pesar de los avances logrados en los últimos años, este sigue enfrentándose a retos de calado, en gran medida compartidos con otros sistemas financieros europeos.

En primer lugar, la banca española debe acelerar la venta de sus activos improductivos. Estos lastran no solo su rentabilidad, sino también su capacidad de asignar recursos a aquellas actividades económicas que más contribuyen al crecimiento. Adicionalmente, la reducción de activos improductivos originados con anterioridad al establecimiento de los mecanismos únicos de supervisión y de resolución europeos puede facilitar nuevos avances para culminar una Unión Bancaria que permita afrontar la necesidad de compartir riesgos macrofinancieros dentro del área del euro y reforzar sus mecanismos de gobernanza. Esto dotaría al sistema financiero europeo -y, por tanto, a la moneda única- de mayor solidez y capacidad de resistencia frente a perturbaciones financieras futuras.

En segundo lugar, las entidades bancarias deben fortalecer su capital y los pasivos susceptibles de ser empleados en caso de necesidad de recapitalización interna para afrontar en óptimas condiciones los retos regulatorios todavía pendientes, en especial en materia de resolución. En tercer lugar, el sector financiero debe realizar un particular esfuerzo para mejorar su reputación e introducir medidas que mitiguen el riesgo de comisión de conductas inapropiadas. En cuarto lugar, las entidades deben afrontar el reto de aumentar su rentabilidad, si bien no puede ser a costa de una indebida relajación de los estándares de concesión de crédito. Por último, y claramente no por ello menos importante, el nuevo entorno tecnológico, si bien representa un gran reto para el sector (en particular, por la aparición de nuevos competidores y servicios), supone también una oportunidad que las entidades españolas deben aprovechar.

Permítanme concluir señalando que, con el fin de dar continuidad a la actual fase de crecimiento y consolidar el potencial de la economía española, resulta esencial, en mi opinión, aprovechar el actual momento cíclico, todavía favorable, para crear márgenes de actuación presupuestaria ante futuras recesiones, para introducir reformas estructurales que tomen el relevo a las políticas expansivas de demanda de los últimos años y para

afrontar los retos todavía pendientes del sector bancario, como son la reducción de los activos improductivos, la mejora de su estructura de capital y rentabilidad, el fortalecimiento de su reputación y el óptimo aprovechamiento de los desarrollos tecnológicos.

Finalmente, con el objetivo de dotar a la Unión Económica y Monetaria de mayor estabilidad y solidez frente a futuras perturbaciones, resulta necesario seguir mejorando su diseño y gobernanza en aspectos clave de la Unión Bancaria y de la Unión de Mercado de Capitales, y sus implicaciones para una futura Unión Fiscal. Y con este recordatorio final acerca de la importancia del marco institucional europeo sobre el futuro económico de nuestros países, es para mí un honor dar la palabra al ministro de Asuntos Exteriores, Unión Europea y Cooperación, don Josep Borrell.

Muchas gracias.