

**22 de enero de 2018**

**Conferencia Club Siglo XXI**

Luis M. Linde  
Gobernador

---



## **Introducción**

Quiero empezar agradeciendo al Presidente del Club Siglo XXI, y buen amigo, Chenchó Arias, y a la directiva del Club, su amable invitación para estar hoy con ustedes. A lo largo de los años, en este Club se ha debatido de todo, o casi todo, y también desde luego, de economía, que será nuestro tema.

Y quiero dar las gracias a Alfonso Carbajo, de quien he sido durante muchos años admirador, después de haber sido, por un tiempo brevísimo y en otra era geológica, hace muchos años, jefe, por su presentación, en la que, creo, ha acreditado, una vez más, -no hace falta, pero él lo hace sin querer- su sentido del humor y su más que aguda capacidad de análisis.

Voy a dedicar mi intervención a la situación económica europea y española.

## **Situación de la economía europea**

Transcurrida ya una década desde que comenzó la crisis financiera internacional, podemos decir que el área del euro se encuentra por fin en una fase de expansión económica sólida y vigorosa.

El crecimiento del PIB habría alcanzado ritmos de avance de alrededor del 2,5% en 2017, tasas no observadas desde los primeros años de la unión monetaria. La favorable situación económica se extiende, además, a toda la geografía del área y alcanza, incluso, a la economía que ha atravesado las mayores dificultades, Grecia, lo que permite esperar que en los próximos meses pueda concluir con éxito su tercer programa de asistencia financiera.

Otra muestra de la solidez de la recuperación es el dinamismo de la inversión empresarial tras años en los que parecía existir una desconexión entre la expansión de la demanda de las familias, que constituía el único motor de crecimiento, y las necesidades de ampliación de capital de las empresas.

La fortaleza de la expansión se ha reflejado en una reducción notable de las tasas de desempleo, que se sitúan, en general, en los niveles previos a la crisis. No obstante, en este ámbito persisten diferencias sustanciales entre países, desde los niveles de desempleo inferiores al 4% de Alemania, hasta el 20% de Grecia.

Las favorables condiciones de financiación asociadas a las medidas extraordinarias de política monetaria implementadas por el Eurosistema han constituido, sin duda, uno de los determinantes fundamentales para que la recuperación económica se haya transformado en una vigorosa expansión. Para ilustrar esta afirmación puede señalarse que las estimaciones realizadas por el Banco de España sugieren que las medidas de política monetaria contribuyen a explicar, prácticamente, la mitad del crecimiento nominal de la economía del área del euro observado desde mediados de 2014.

A ello cabe añadir el mayor dinamismo del comercio mundial, que en 2017 recuperó tasas de avance no observadas en el quinquenio anterior. Este resultado refleja el momento cíclico favorable en que se encuentran ahora numerosas economías avanzadas y emergentes, pero también una recuperación genuina de la sensibilidad del comercio al crecimiento global, pese a las amenazas proteccionistas que han ido apareciendo y que pueden poner freno a este motor fundamental para economías tan abiertas como las europeas. La fortaleza de las exportaciones ha contribuido de manera notable a sustentar el mayor dinamismo de la inversión mencionado anteriormente.

También han contribuido a la expansión los avances en el proceso de desendeudamiento que han tenido que llevar a cabo las empresas y familias. En la actualidad, en el conjunto del área, la deuda de las empresas y familias se aproxima a los niveles observados antes de la crisis, apreciándose una mayor corrección en los países más vulnerables. También la política fiscal mantiene en la actualidad un tono más neutral, tras el proceso de consolidación de las cuentas públicas realizado.

En este contexto, la confianza de las empresas y familias ha alcanzado niveles máximos desde la creación de la unión monetaria, lo que sugiere que el crecimiento se mantendrá en los próximos trimestres. La mayoría de los analistas han revisado al alza sus previsiones de avance del producto, que para este año se sitúan en el entorno del 2,3%.

La expansión económica no se ha reflejado todavía, o apenas, en los precios. La inflación subyacente –que excluye los componentes más volátiles– se mantiene anclada en torno al 1% desde hace ya varios años. Detrás de este desarrollo se encuentra la moderación que siguen mostrando de manera generalizada los crecimientos salariales, pese a que en algunas economías los niveles de desempleo son reducidos en términos históricos.

Factores de naturaleza muy diversa contribuyen a explicar el fenómeno de la moderación salarial. Destacan, a mi juicio, el papel que ejerce el bajo crecimiento de la productividad de las economías europeas y la mayor relevancia que pueden haber cobrado las referencias a la inflación pasada a la hora de negociar los salarios en un contexto de persistencia de tasas de inflación muy reducidas en los últimos años. La importancia que ha cobrado el empleo a tiempo parcial en la actual recuperación y la afluencia de inmigrantes constituyen también factores que han podido frenar el crecimiento de los salarios en algunas economías.

El hecho de que la moderación salarial no sea un desarrollo exclusivo del área del euro lleva a pensar que podrían estar desempeñando también un cierto papel elementos de naturaleza más global. Entre ellos, la mayor interrelación de las economías, que ha propiciado la extensión de las cadenas globales de valor, puede haber hecho que aumente la importancia de los determinantes de naturaleza internacional a la hora de fijar precios y salarios, en detrimento de los determinantes tradicionales. Otras explicaciones destacan la influencia que puede estar teniendo la automatización de los procesos productivos, la digitalización de las relaciones económicas y el desarrollo del comercio electrónico.

Más allá del ámbito macroeconómico, la expansión abre una ventana de oportunidad para seguir consolidando las bases del proyecto de unión monetaria, completando la unión

bancaria y dando los primeros pasos hacia una unión fiscal que permita reducir los costes de ajuste cuando la economía se enfrente a una situación adversa. Asimismo, las negociaciones en los próximos meses acerca de la configuración futura de las relaciones comerciales y financieras con el Reino Unido plantean también otro importante desafío para el funcionamiento del mercado único.

### **Situación de la economía española**

Y paso ahora a la economía española.

La fortaleza de la recuperación está siendo notable. De acuerdo con las últimas estimaciones, nuestro PIB habría crecido en 2017 en torno al 3,1%, es decir, un crecimiento similar al de 2015 y de 2016; por tercer año consecutivo, el crecimiento de nuestra economía habría superado, claramente, al observado para el conjunto de la zona euro. De hecho, el año pasado hemos recuperado el nivel, en términos reales, de PIB anterior a la crisis.

Esta recuperación presenta dos rasgos destacables. En primer lugar, está siendo muy intensiva en creación de empleo. Sin embargo, seguimos todavía lejos de alcanzar los niveles de empleo anteriores a 2008. El segundo rasgo destacable es que nuestra recuperación, tan intensa y ya prolongada en el tiempo, está siendo compatible con la corrección de los desequilibrios que aparecieron en los años anteriores a la crisis, en particular, está siendo compatible con el mantenimiento de un importante saldo exterior positivo.

En 2017, registramos un saldo por cuenta corriente en el entorno del 2% del PIB, cifra no muy alejada de la observada en los cuatro años precedentes. Aunque es cierto que en este superávit han influido factores de naturaleza transitoria o temporal, como, por ejemplo, los bajos precios del petróleo y los bajos tipos de interés, hay que señalar que, en gran medida, se debe a avances en la mejora de la competitividad frente al exterior y, también, a la disminución en los costes de financiación de la economía, una evolución en la que ha jugado un papel crucial la política monetaria del Eurosistema, así como las reformas estructurales acometidas a partir de 2011.

### **Perspectivas**

De acuerdo con las últimas proyecciones del Banco de España, que publicamos el pasado mes de diciembre, la actual fase expansiva puede prolongarse durante los próximos años con crecimientos significativos en la actividad y el empleo, aunque a ritmos menores que los observados en el último trienio.

Esta moderación en el avance de la actividad se explicaría, en primer lugar, por el menor empuje de las políticas de demanda. En concreto, esperamos que el impulso derivado de la política fiscal y monetaria sea menor y también menor el crecimiento del consumo privado respecto al observado en los últimos años.

En cuanto a la formación bruta de capital, la inversión en vivienda se verá alentada por la generación de empleo y la disponibilidad de financiación a coste reducido. Este último factor facilitará también la inversión de las empresas, a partir del profundo proceso de saneamiento de los balances empresariales llevado a cabo en los últimos años.

Por lo que respecta a la demanda externa, cabe esperar que las exportaciones sigan creciendo por encima de la tasa de expansión de los propios mercados a los que van dirigidas, un reflejo de las ganancias en competitividad a las que ya me he referido. Pero creo que hay que señalar también un cambio de naturaleza estructural, como es el muy notable crecimiento del número de empresas españolas que orientan permanentemente, y no ocasionalmente, su actividad hacia los mercados exteriores, sin olvidar las ganancias de cuota de mercado en los propios mercados interiores porque las ganancias en competitividad permiten competir mejor en el exterior, pero también, obviamente, en el mercado interior frente a las importaciones.

## **Riesgos**

La economía española ha entrado en 2018 con, digamos, una importante inercia expansiva.

En el ámbito exterior, en el conjunto europeo, aún no conocemos, y no son fáciles de estimar, los impactos que puede tener la salida del Reino Unido de la Unión Europea, o los impulsos que están teniendo las políticas proteccionistas en diversos países, así como los efectos que puedan derivarse del proceso de reequilibrio de la economía china. En el ámbito financiero, han aumentado de forma muy pronunciada las valoraciones de ciertos activos en algunas jurisdicciones y segmentos de los mercados de capitales, lo que sugiere que ha aumentado el riesgo de que se produzcan en los próximos años correcciones que puedan afectar a la estabilidad financiera.

Quiero también referirme a los riesgos económicos que plantea la situación política en Cataluña.

En nuestro Informe de Estabilidad Financiera, que se publicó a comienzos del pasado mes de noviembre, el Banco de España estimó un rango para el impacto económico de las tensiones en Cataluña a partir, básicamente, de hipótesis acerca de su duración e intensidad. La información coyuntural referida al último trimestre de 2017 indica que la actividad económica se habría desacelerado en Cataluña en los últimos meses del año en mayor medida que en el conjunto de las CCAA de mayor PIB; al mismo tiempo, parece claro que la aplicación del artículo 155 de la Constitución ha contribuido a aliviar tensiones económicas, como muestra la evolución reciente de los mercados financieros, en los que se observa una corrección de los incrementos de volatilidad y de la dinámica más negativa que habían experimentado las bolsas y la prima de riesgo de la deuda soberana españolas en las primeras semanas de octubre. De hecho, la prima de riesgo se situó hoy por debajo de los 85 puntos básicos en relación con la referencia alemana, el nivel más bajo desde 2010, tras la mejora del *rating* anunciada por una agencia de calificación.

Si en los próximos meses se alcanza una normalización, entendiendo por normalización una situación en la que los agentes políticos actúan con auténtico respeto a todo nuestro

marco legal, y creo que hay subrayar el calificativo de *auténtico*, ello conduciría, muy probablemente, a un mejor escenario de crecimiento que el que hemos considerado en las últimas proyecciones y a un impacto, finalmente, moderado.

Si, por el contrario, esa normalización no se produce, ello puede afectar de modo más pronunciado al consumo y a la inversión. Una nueva pérdida de confianza puede motivar que las familias aumenten su ahorro por motivo precaución y pospongan sus decisiones de adquisición de bienes de consumo duradero y de compra de vivienda. Y, sobre todo, puede afectar a la inversión empresarial en Cataluña, dado que el entorno de incertidumbre retrasaría la realización de nuevos proyectos de inversión y postergaría las decisiones de contratación. Además, estos efectos sobre las decisiones de inversión y consumo se podrían extender tanto a los agentes residentes como a los no residentes, afectando negativamente a variables como el turismo o la inversión extranjera. El resultado sería un impacto negativo más elevado sobre la actividad tanto en Cataluña, como en el conjunto de la economía española.

## **Conclusiones**

Y ya concluyo.

Además de los riesgos que he señalado, nos enfrentamos, desde luego, a otros problemas, entre los que destacaría, por sus profundas y múltiples consecuencias a medio y largo plazo, el proceso de envejecimiento de nuestra población, que se espera continúe e incluso pueda intensificarse en un futuro cercano.

Este proceso comporta diversos efectos adversos, entre los que hay que destacar, como todos sabemos, el reto que plantea al sistema público de pensiones una población progresivamente más longeva. Las reformas introducidas en los últimos años han sido adecuadas y han contribuido a fortalecer su sostenibilidad financiera; pero la negativa evolución demográfica requiere medidas cuya aplicación no debe demorarse.

El envejecimiento de la población da lugar a una disminución de la proporción de la población total que integra la fuerza laboral, algo que afecta negativamente a la productividad y a la capacidad de nuestra economía para innovar e incorporar nuevas tecnologías. Dado que es imposible, o muy difícil, cambiar, incluso a medio plazo, las tendencias demográficas, será importante perseverar en las mejoras en los sistemas educativos y las reformas institucionales y regulatorias que contribuyan a mejorar la productividad, favoreciendo o permitiendo mayor competencia e innovación.

Muchas gracias por su atención.