

LA POLÍTICA MONETARIA EN LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA Y LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Luis María Linde

Gobernador del Banco de España

Santiago de Chile, 20 de noviembre de 2017



- 1. LA POLÍTICA MONETARIA EN EL ÁREA DEL EURO. PERSPECTIVAS Y RETOS**
- 2. ECONOMÍA ESPAÑOLA. EVOLUCIÓN RECIENTE, PERSPECTIVAS Y RETOS**

PERSPECTIVAS A MEDIO PLAZO DEL ÁREA DEL EURO.



- Se proyecta un mantenimiento del periodo de expansión económica con tasas superiores al crecimiento potencial y con una reducción progresiva de la tasa de paro.
- Las perspectivas de inflación son moderadas en los dos próximos años.

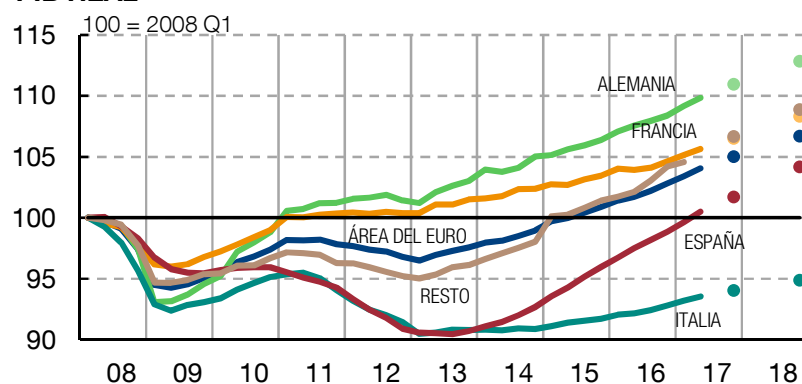
	EJERCICIO DE PREVISIÓN DEL BCE SEPTIEMBRE 2017 (%, promedio anual)			
	2016	2017	2018	2019
PIB	1.8	2.2	1.8	1.7
<i>Aportaciones:</i>				
<i>Demanda doméstica</i>	2.2	2.2	2.0	1.7
<i>Demanda exterior</i>	-0.4	0.0	-0.2	0.0
INFLACIÓN. IAPC	0.2	1.5	1.2	1.5
<i>Excluyendo alimentos y energía</i>	0.9	1.1	1.3	1.5
EMPLEO				
<i>Empleo</i>	1.4	1.5	1.0	0.8
<i>Tasa de paro (% población activa)</i>	10.0	9.1	8.6	8.1

CONSOLIDACIÓN DE LA RECUPERACIÓN DEL ÁREA EURO

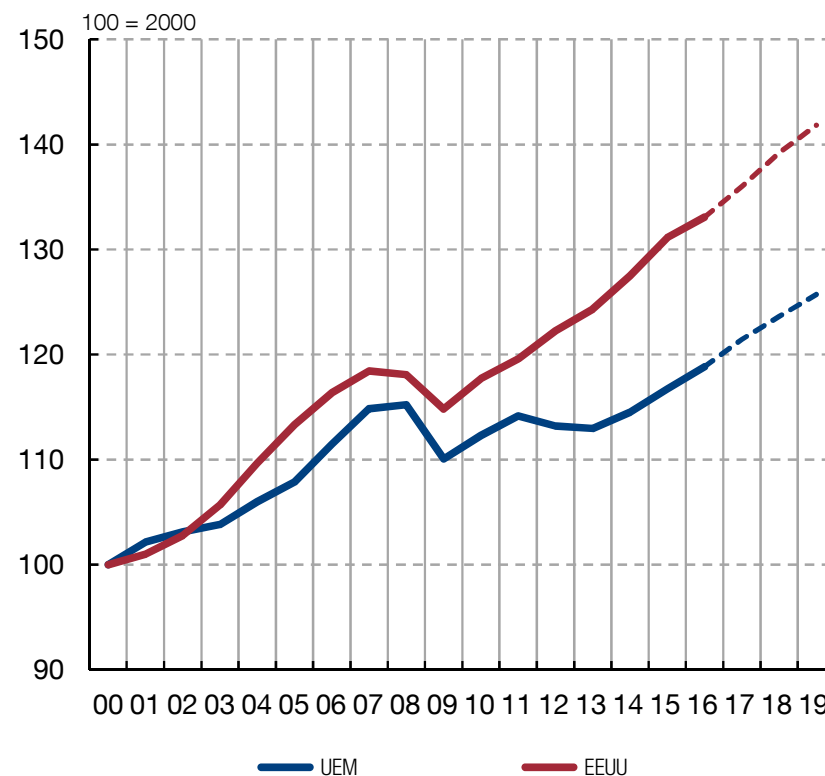


- Tras sufrir una doble recesión, la recuperación se ha extendido a todos los sectores productivos y países del área, apoyándose progresivamente en la demanda doméstica.
- La fase expansiva está siendo intensa en la creación de empleo y en la reducción del paro.

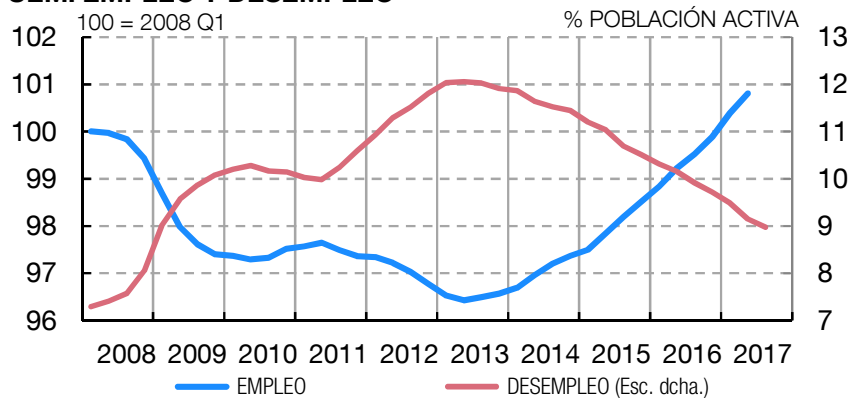
PIB REAL



PIB



UEM. EMPLEO Y DESEMPLEO



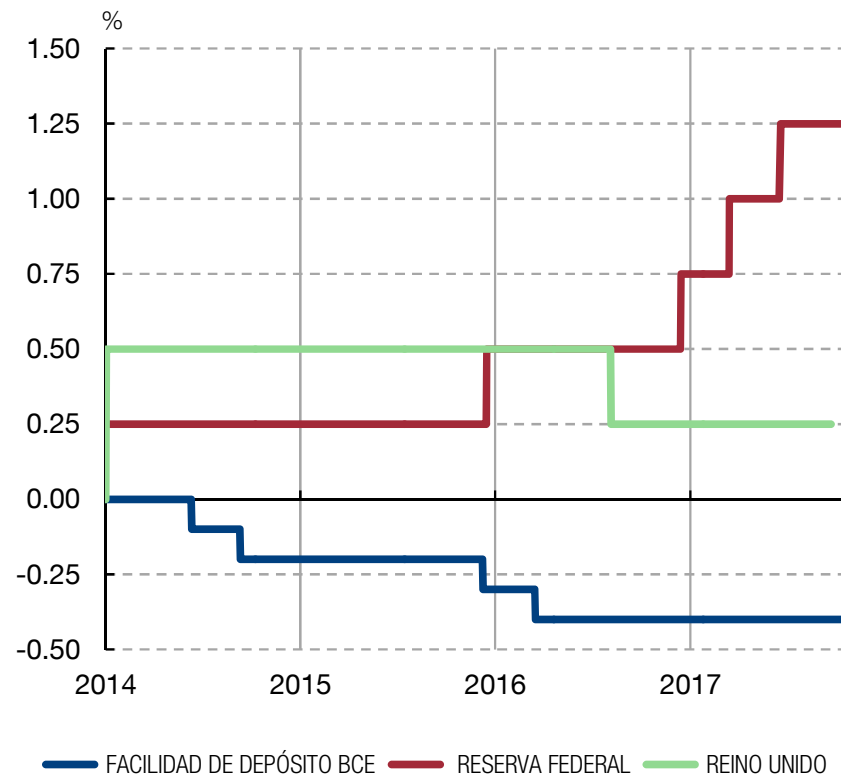
FUENTES: BCE (ejercicio MPE septiembre) y FMI.

LA RECUPERACIÓN SE HA APOYADO EN UNA POLÍTICA MONETARIA MUY EXPANSIVA

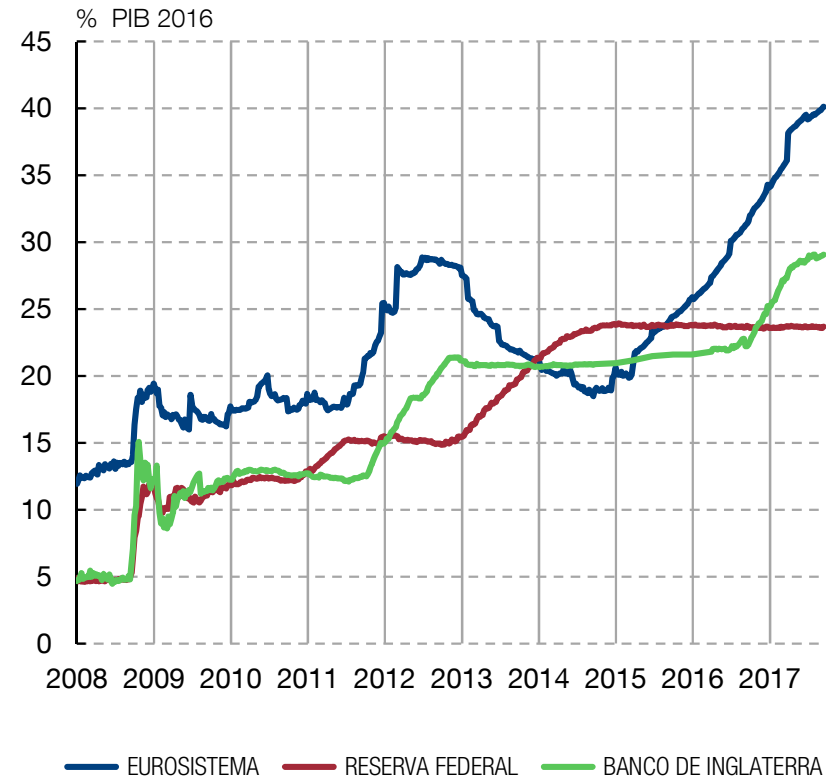


- Desde mediados de 2014, el BCE ha proporcionado un extraordinario estímulo monetario a través de varios instrumentos, incluyendo tipos negativos, operaciones de financiación bancaria a largo y medidas de expansión cuantitativa.
- Estas medidas han generado una fuerte expansión del balance del BCE, comparable a otras economías avanzadas.

TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



BALANCE BANCOS CENTRALES

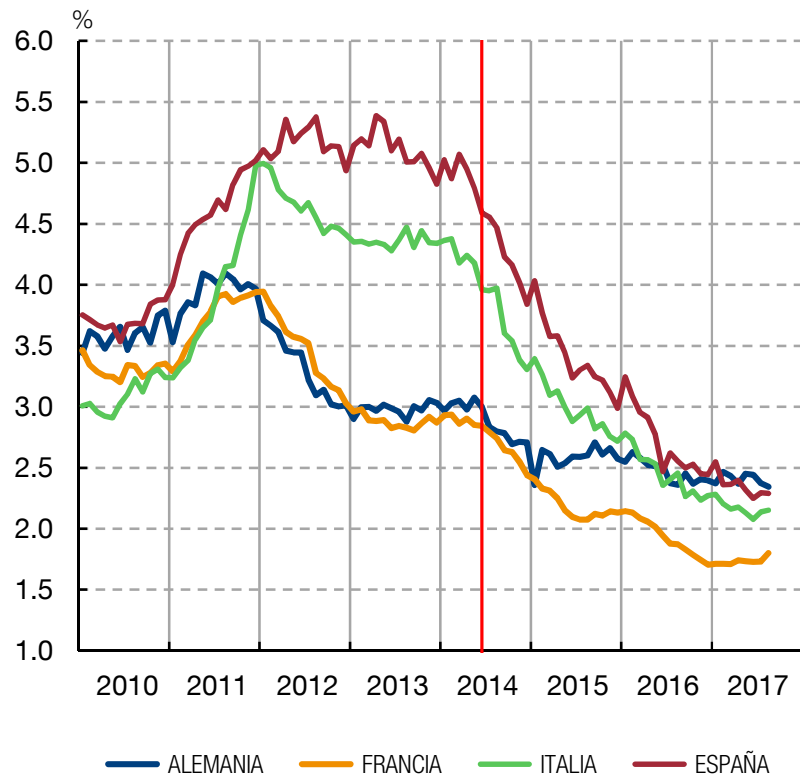


LAS MEDIDAS DEL BCE SE HAN TRANSMITIDO AL CONJUNTO DE LA ECONOMÍA

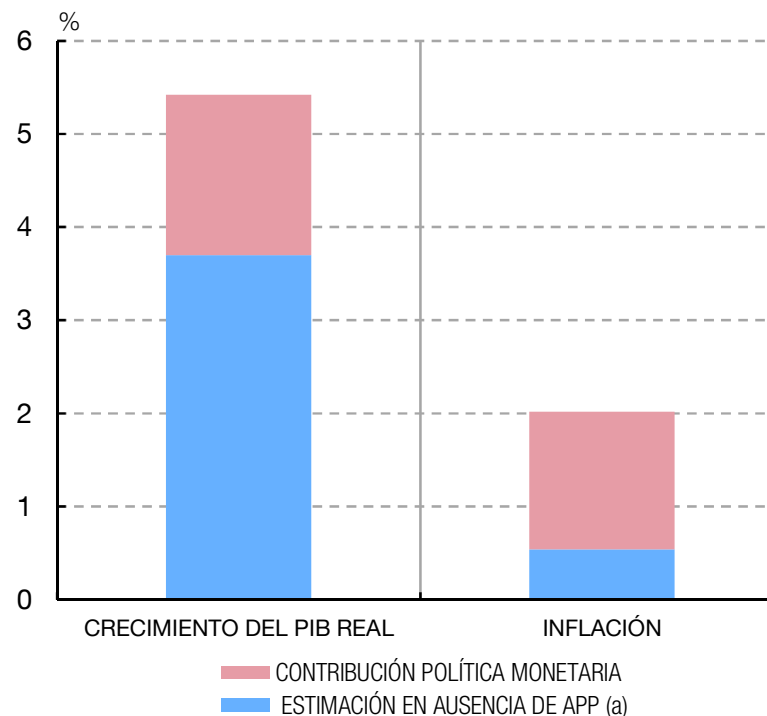


- Las condiciones financieras del área del euro se han relajado de forma significativa en los últimos años, al mismo tiempo que se ha reducido significativamente la fragmentación financiera dentro del área.
- El Banco de España estima que en torno al 50% del crecimiento del PIB nominal del área del euro entre 2015-2017 se debe al efecto de la política monetaria.

**TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS
PRÉSTAMOS A SNF HASTA UN MILLÓN DE EUROS**



**ÁREA DEL EURO. CONTRIBUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA AL CRECIMIENTO Y LA INFLACIÓN
2015-2017 (PREVISIONES BCE Marzo 2017)**



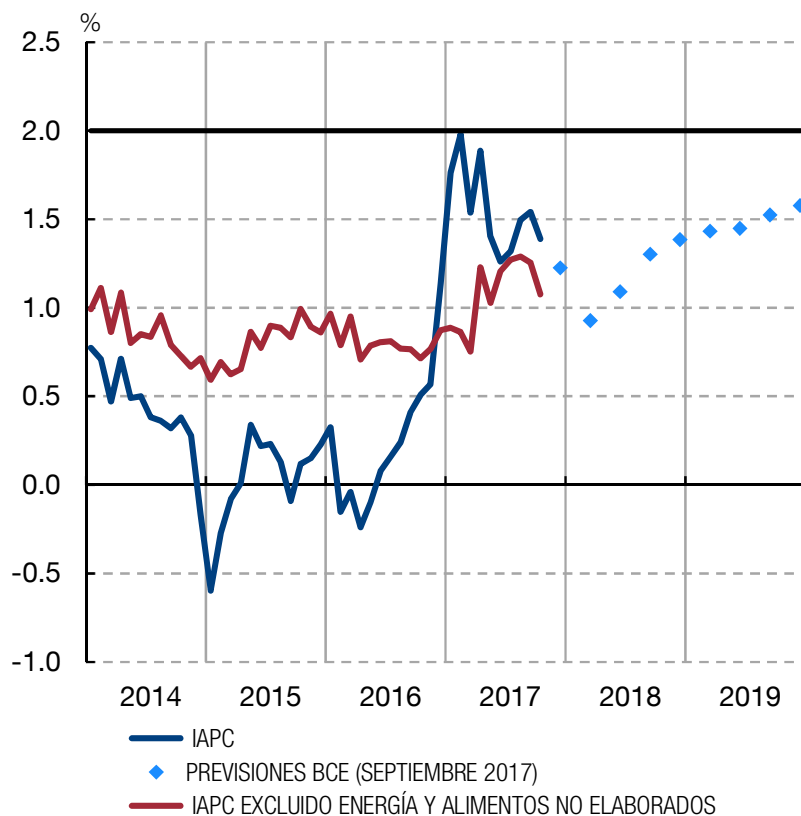
a Estimación basada en Burriel y Galesi (2016), Working paper 1631. Banco de España.

PERO LA INFLACIÓN CONTINÚA BAJA



- La inflación ha tenido un comportamiento volátil, determinado por el precio del petróleo.
- A pesar del reciente repunte, la inflación subyacente continúa en niveles muy por debajo del objetivo a medio plazo de la política monetaria (tasa inferior, aunque próxima al 2%).
- Las expectativas de inflación a largo plazo permanecen en niveles relativamente reducidos.

INFLACIÓN ÁREA DEL EURO



SWAPS DE INFLACIÓN INFLACIÓN IMPLÍCITA 5 AÑOS A 5 AÑOS



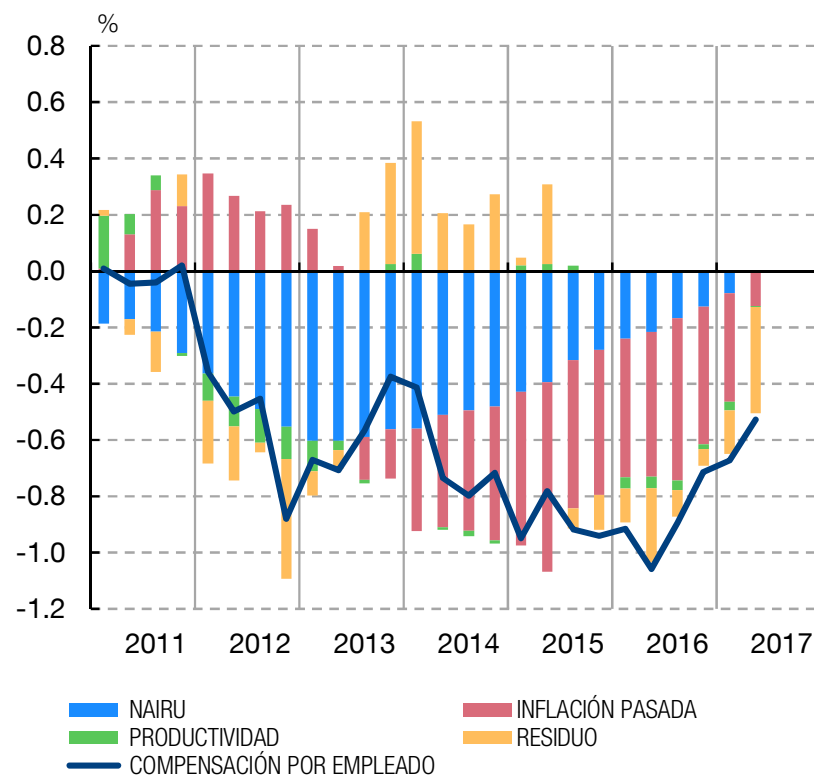
EL CRECIMIENTO DE LOS SALARIOS CONTINUA SIENDO MUY MODERADO



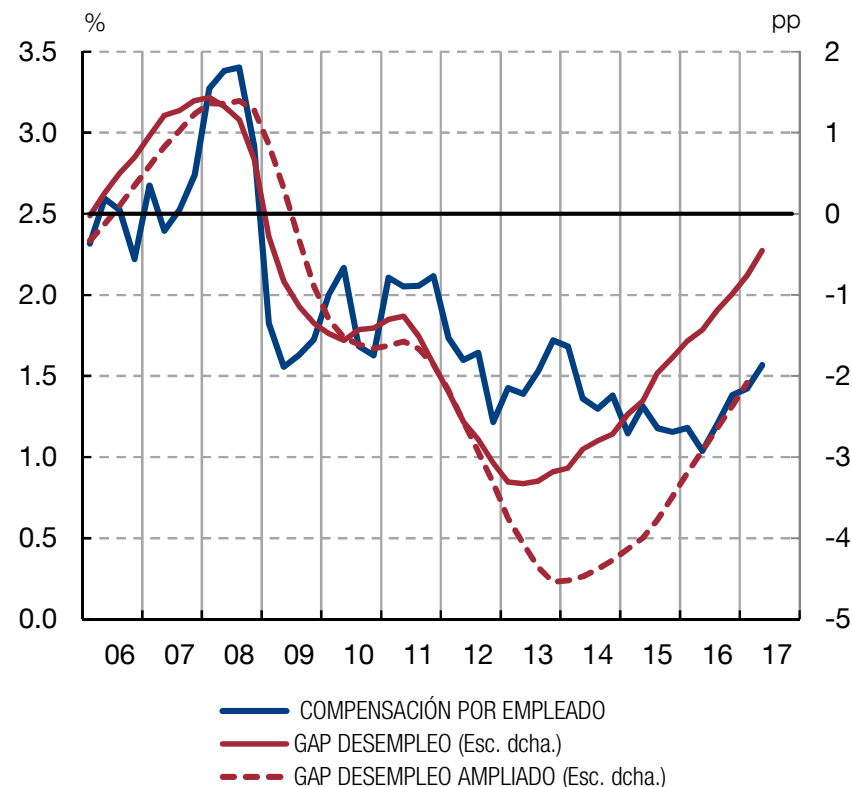
- La baja inflación no solo refleja el efecto temporal de las perturbaciones externas del precio de la energía, sino también la debilidad de los costes internos.
- La evolución moderada de los salarios viene asociada a diversos factores como la baja inflación en el pasado, la reducida productividad o la todavía elevada holgura del mercado laboral.

DESGLOSE DEL CRECIMIENTO DE LA COMPENSACIÓN POR EMPLEADO

(Desviaciones respecto a la media)



COMPENSACIÓN POR EMPLEADO Y GAP DE DESEMPLEO



LAS ÚLTIMAS DECISIONES DEL BCE (26/10/2017)



- Se extiende el programa de compra de valores hasta sept-2018, con compras mensuales de €30 mm y dejando abierta la fecha de finalización.
- Además, se aclara que las reinversiones de los vencimientos de valores dentro del APP se realizarán durante un periodo extenso de tiempo después del final de las compras.

➤ Tipo oficiales sin cambios

- *Operaciones principales: 0%; Facilidad de depósito: -0.4%*

➤ APP post-diciembre 2017

- *30 mm/mes hasta septiembre 2018, o más allá, si necesario*

➤ Comunicación -Orientación futura de expectativas

- *tipos de interés oficiales: se mantendrán en los niveles actuales durante un período prolongado que superará con creces el horizonte de las compras netas de activos.*
- *APP: dispuesto a ampliar tamaño y/o duración si las perspectivas se deterioraran, o si las condiciones financieras fueran incompatibles con el ajuste sostenido de la senda de inflación*
- *Reinversiones de vencimientos por un periodo extenso después del final de las compras*

➤ Mantenimiento de adjudicación plena a tipos fijos en las operaciones de financiación, al menos hasta finales de 2019

RETOS FUTUROS: EL PAPEL DE OTRAS POLÍTICAS ECONÓMICAS



➤ Con el fin de incrementar tanto el crecimiento como la capacidad de recuperación del área del euro se requiere una contribución de otras políticas:

A) Esfuerzos adicionales en reformas estructurales

- Favorecedoras de un aumento de la productividad y el crecimiento potencial

B) Un papel más activo de las políticas fiscales,

- Favorecedoras de un crecimiento equilibrado
- Respetuosas con la necesaria sostenibilidad de las finanzas públicas.

C) Avances en el marco institucional de la unión económica y monetaria

- Completando la Unión Bancaria y la Unión de Mercados de Capital
- Activación de mecanismos fiscales comunes para la estabilización macroeconómica

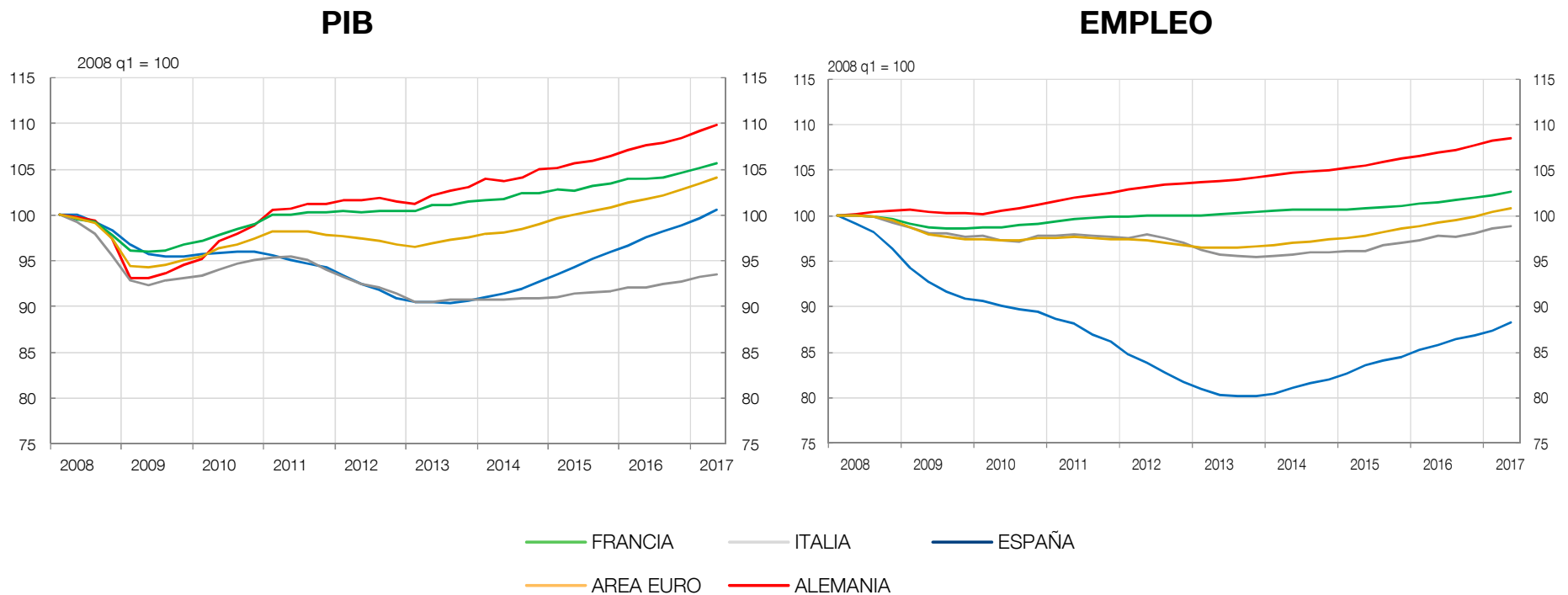


- 1. LA POLÍTICA MONETARIA EN EL ÁREA DEL EURO. PERSPECTIVAS Y RETOS**
- 2. ECONOMÍA ESPAÑOLA. EVOLUCIÓN RECIENTE, PERSPECTIVAS Y RETOS**

LA RECUPERACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA



- La economía española sufrió con severidad la crisis económica y financiera que comenzó en 2008, con una recesión más profunda y persistente que en el conjunto del área del euro.
- Desde 2013, ha mantenido un crecimiento continuado, con tasas superiores a la media del área del euro: en 2016, creció un 3,3% frente a 1,8% del área del euro.

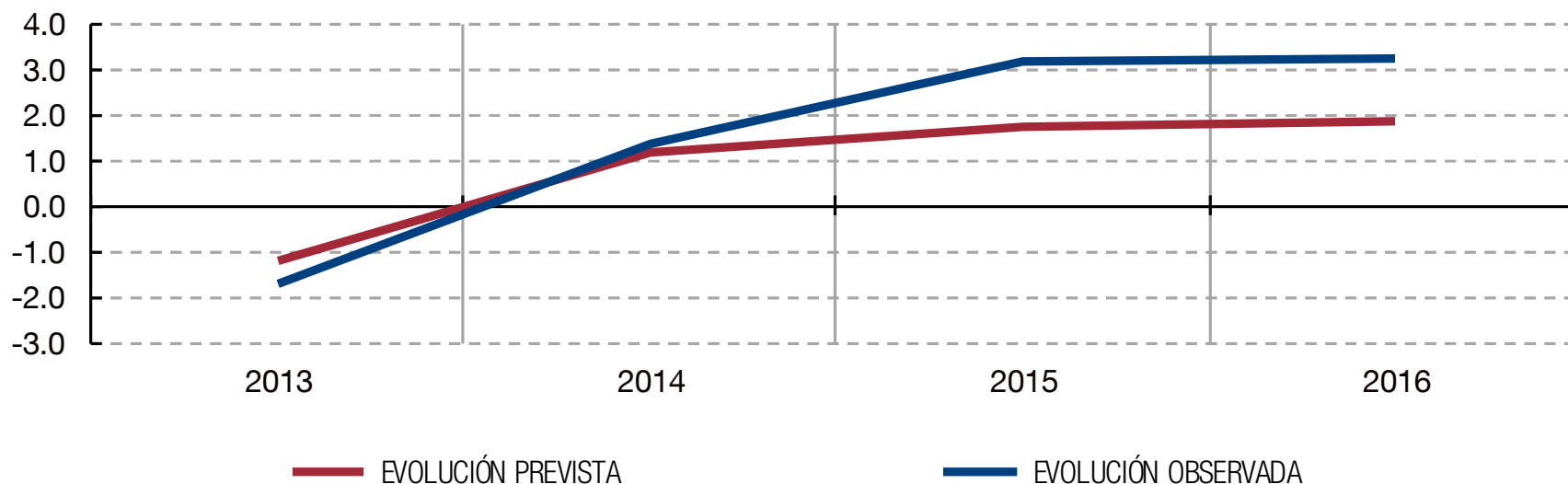


LA RECUPERACIÓN SE HA APOYADO EN VARIOS FACTORES PERMANENTES Y TRANSITORIOS



- La intensidad de la actual recuperación ha sorprendido positivamente al alza.
- Se debe a factores de naturaleza transitoria, como la orientación más expansiva de los esperado de las políticas de demanda (fiscal y monetaria) y el retroceso del precio del petróleo...
- ... pero también, de manera fundamental, a elementos de carácter más permanente, relacionados con la ambiciosa agenda de reformas que se ha implementado en España y en la UEM en los últimos años.

EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA: OBSERVADO Y PREVISTO EN JUNIO DE 2014
Tasas de variación anuales

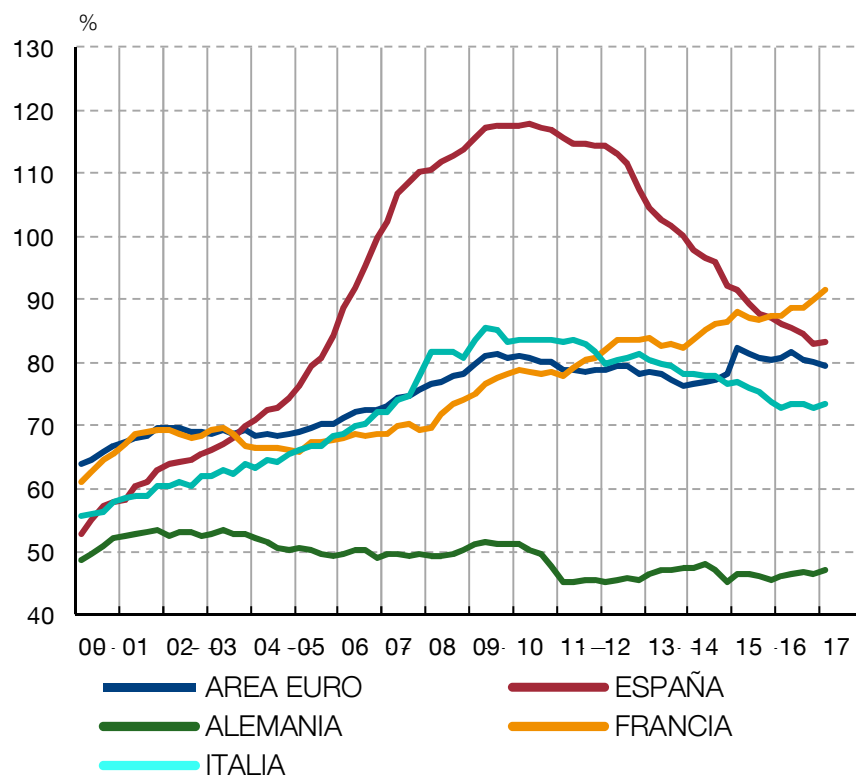


DESPALANCAMIENTO PROGRESIVO DE HOGARES Y EMPRESAS



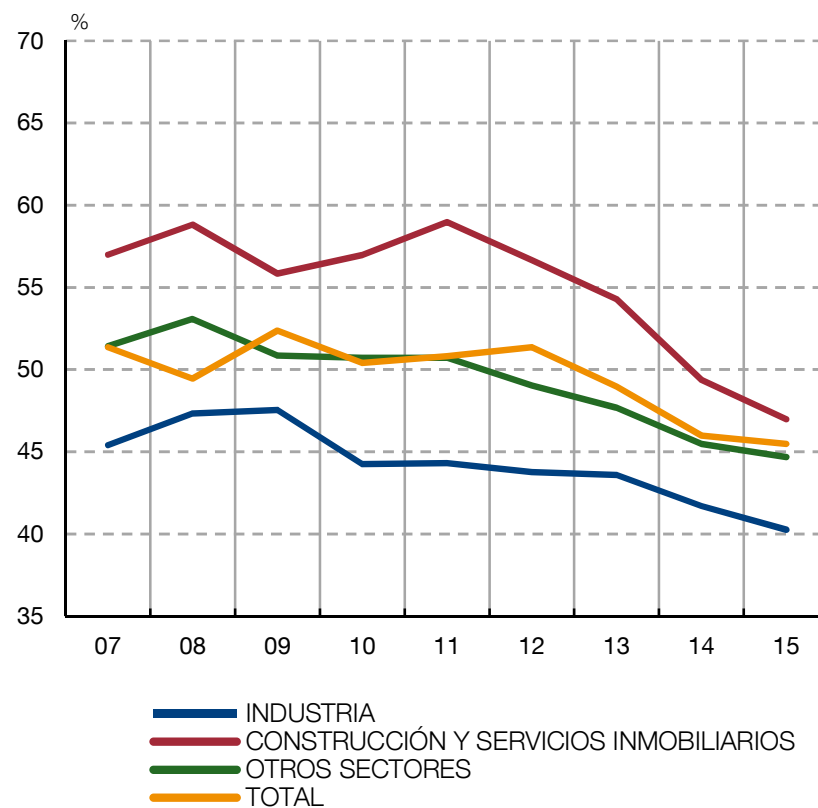
- La recuperación ha tenido lugar en un contexto de reducción progresiva de los elevados niveles de endeudamiento privado acumulados antes de la crisis

**RATIO DEUDA / PIB
EMPRESAS NO FINANCIERAS**



Fuentes: BCE, Banco de España

**RATIO DEUDA / ACTIVOS NETOS
EMPRESAS NO FINANCIERAS**

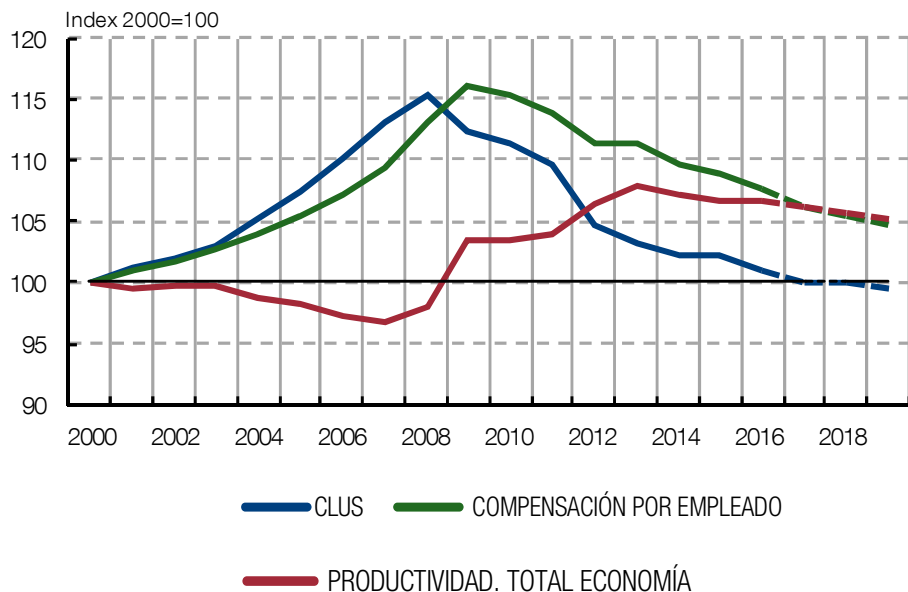


LAS GANANCIAS DE COMPETITIVIDAD HAN RESULTADO UN FACTOR CLAVE

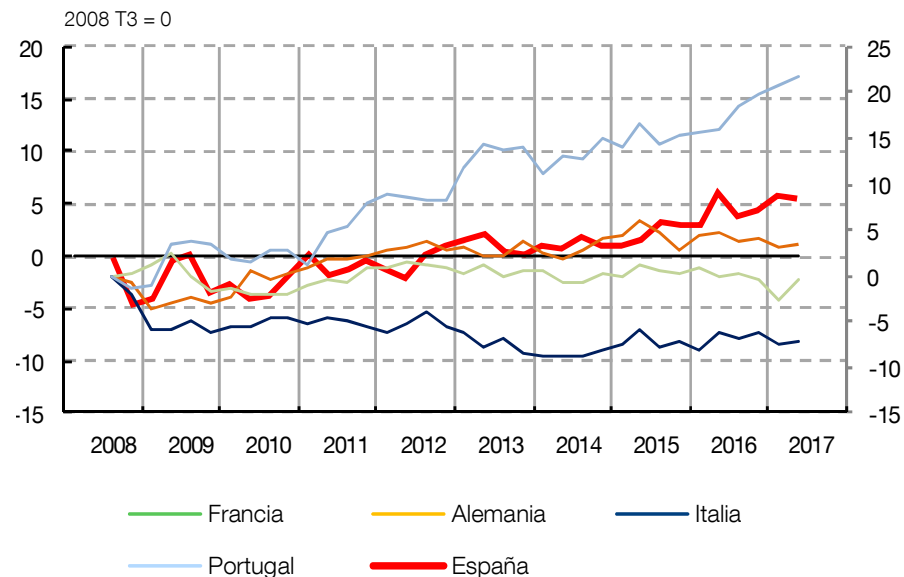


- La moderación de los costes laborales, y también financieros, ha sido una pieza central para restaurar la competitividad externa de la economía española.
- La reforma laboral Española de 2012 abrió nuevas vías de flexibilidad interna para las empresas, favoreció la moderación salarial e impulsó la recuperación del empleo.

**COSTES LABORALES UNITARIOS RELATIVOS:
España vs Área euro**



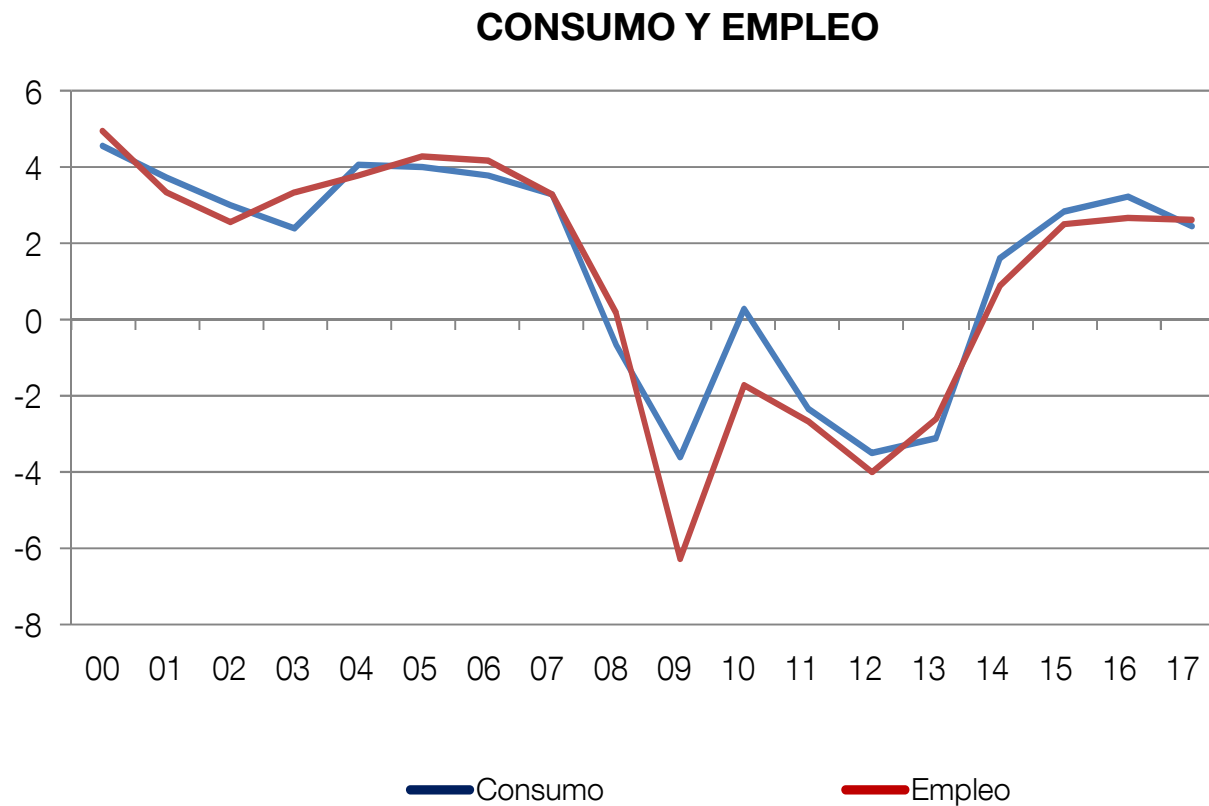
**CRECIMIENTO ACUMULADO DE LAS EXPORTACIONES EN
RELACIÓN AL DE LOS MERCADOS DE EXPORTACIÓN**



LA MEJORA DEL EMPLEO HA FAVORECIDO LA RECUPERACIÓN DEL CONSUMO



- La recuperación del empleo, apoyado por la moderación salarial, ha permitido una mejora del consumo privado, vinculado a la reducción del ahorro precautorio debido a la mejora de las perspectivas del mercado laboral.

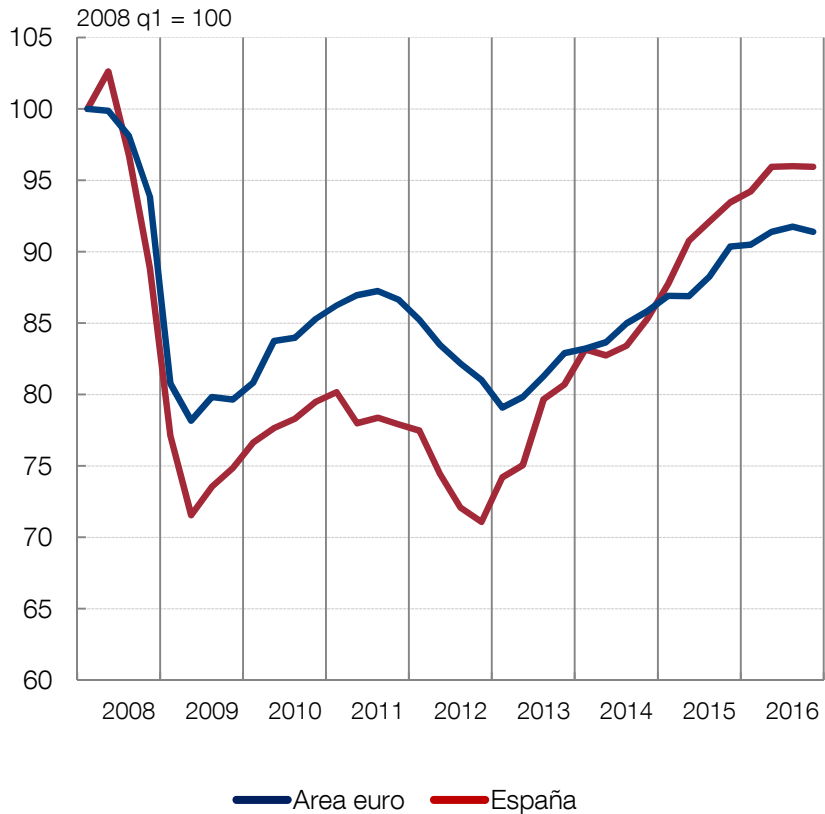


RECUPERACIÓN INTENSA DE LA INVERSIÓN

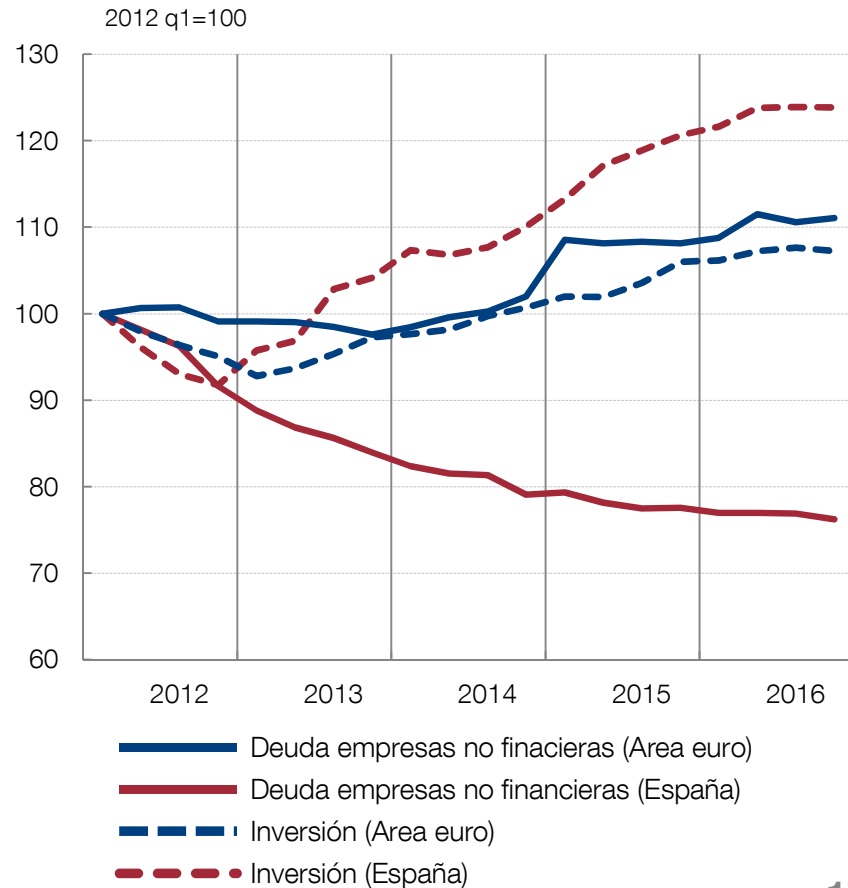


- En la fase de recuperación, el desapalancamiento de las empresas ha venido acompañado de una recuperación intensa de su inversión, superior a la del área del euro.

INVERSIÓN (MAQUINARIA Y EQUIPO)



INVERSIÓN Y DEUDA DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS

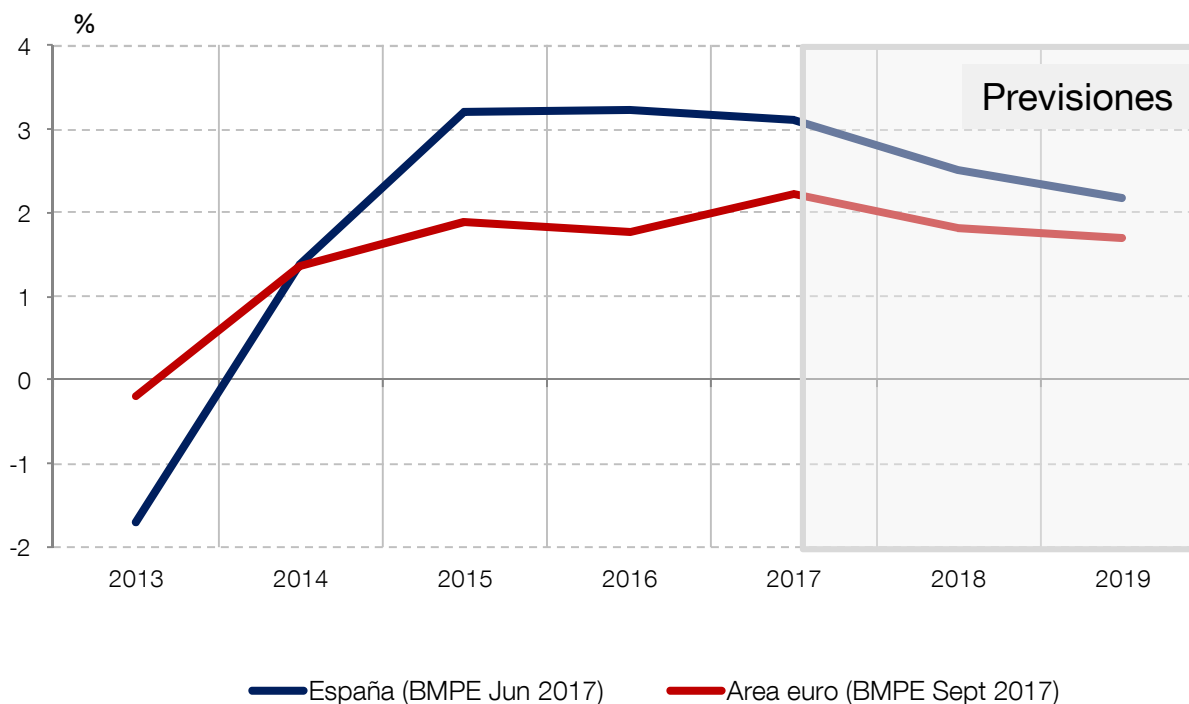


SE ESPERA QUE LA RECUPERACIÓN CONTINÚE EN EL MEDIO PLAZO



- De acuerdo con las previsiones del Banco de España y el BCE, se espera un mayor crecimiento para España que para el área euro tomada en su conjunto.
- En el caso de la economía española, tras varios años con crecimientos superiores al 3%, el PIB tendería a desacelerarse gradualmente a medio plazo.

PIB real (tasa interanual)

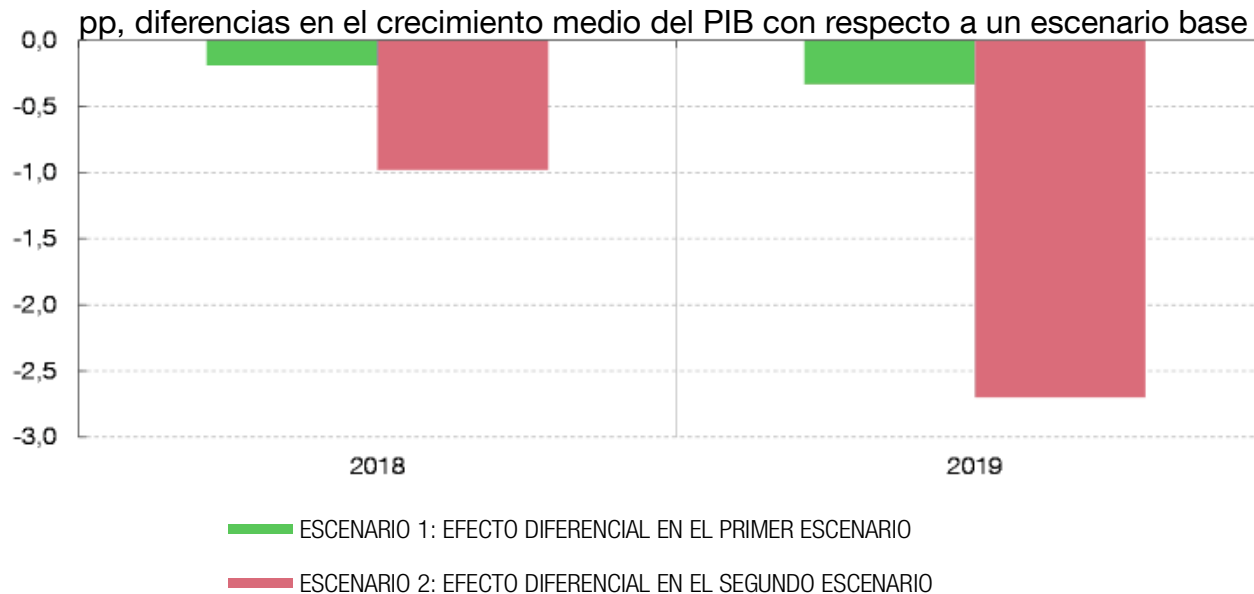


RIESGOS DE CORTO PLAZO: TENSIONES POLÍTICAS EN CATALUÑA



- Hasta la fecha, los efectos de las tensiones políticas en Cataluña han sido visibles en los mercados financieros, con aumentos de la volatilidad de las cotizaciones bursátiles, mientras que la información coyuntural es todavía escasa.
- El impacto podría ser, eventualmente, significativo, en particular por el efecto sobre la incertidumbre, y dependería tanto de su intensidad como de su duración temporal.

EFFECTOS ACUMULADOS SOBRE EL PIB EN UN HIPOTÉTICO ESCENARIO DE CRECIMIENTO DE LA INCERTIDUMBRE

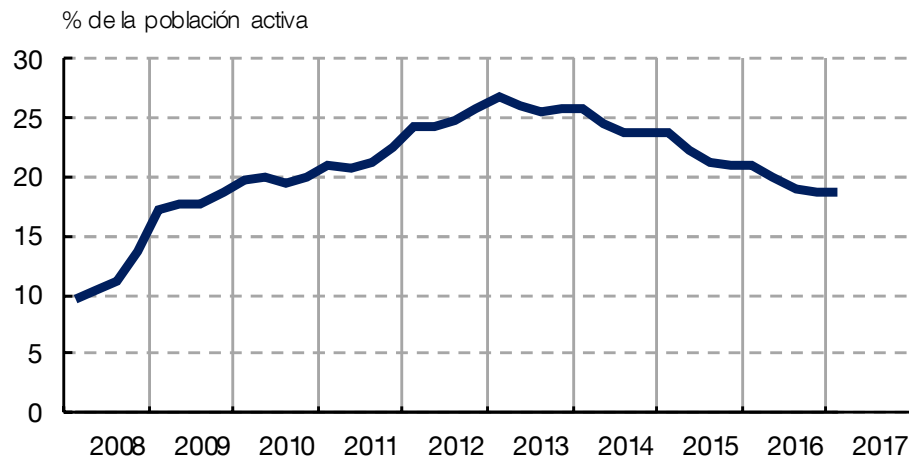


RETOS DE MEDIO PLAZO (I): DESEMPLEO

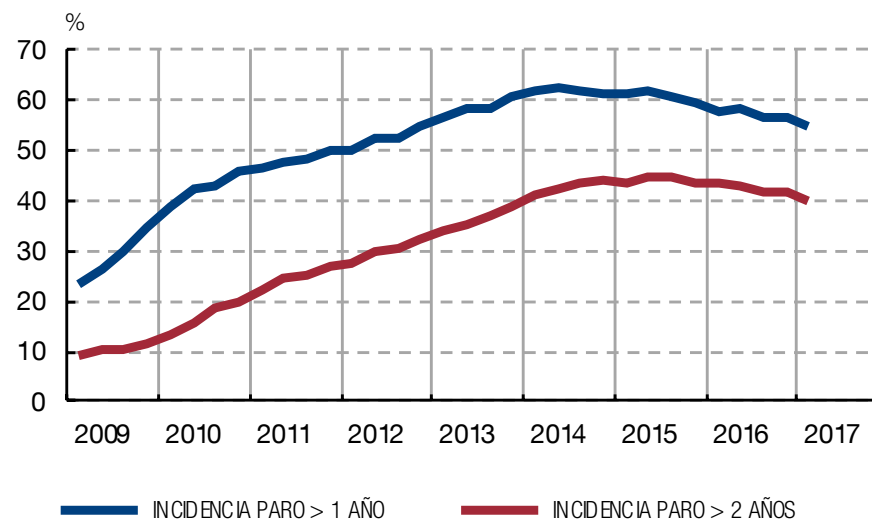


- La tasa de paro se está reduciendo con rapidez, pero su nivel es todavía muy elevado, en especial, el de larga duración (la tasa de desempleo de más de dos años es del 40%).
- El elevado desempleo se concentra en determinados segmentos de la población: individuos con menor nivel de formación y jóvenes.
- La reducción del desempleo resulta también crucial para invertir el incremento de la desigualdad de la renta originado durante la crisis.

TASA DE PARO



INCIDENCIA DEL PARO DE LARGA DURACIÓN
Sobre el total de desempleados

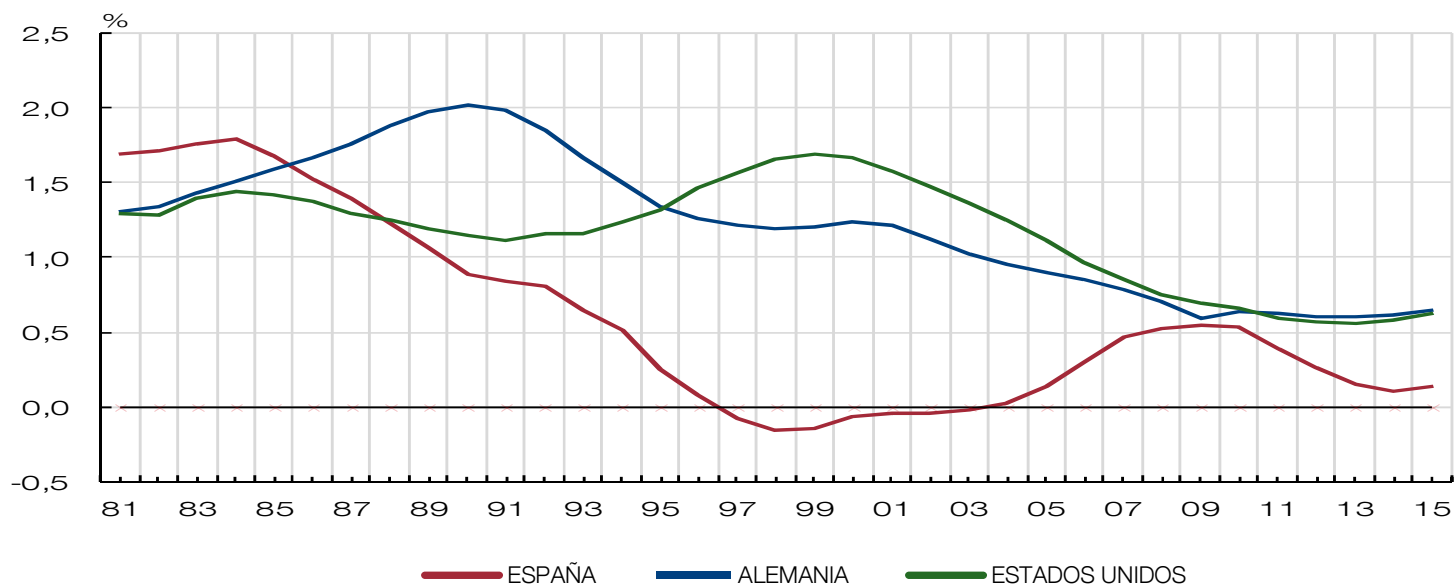


RETOS DE MEDIO PLAZO (II): PRODUCTIVIDAD



- Aumentar el crecimiento potencial requiere de mejoras permanentes en la productividad.
- Para ello, se requieren actuaciones en el ámbito regulatorio (facilitar la entrada en el mercado de nuevas empresas; revisar límites al crecimiento de las empresas), la eficiencia de los procedimientos judiciales, la excesiva dualidad del mercado laboral actual, o la calidad del sistema educativo.

CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES

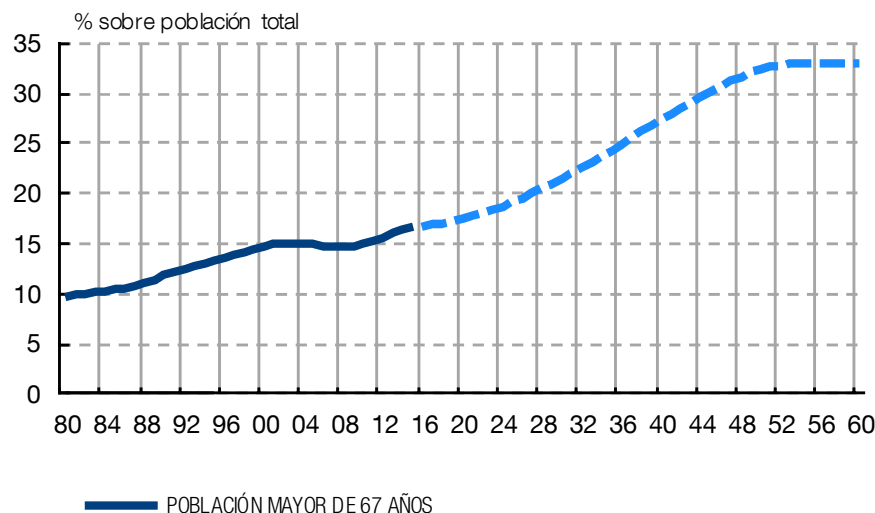


RETOS DE MEDIO PLAZO (III): ENVEJECIMIENTO DE LA POBLACIÓN

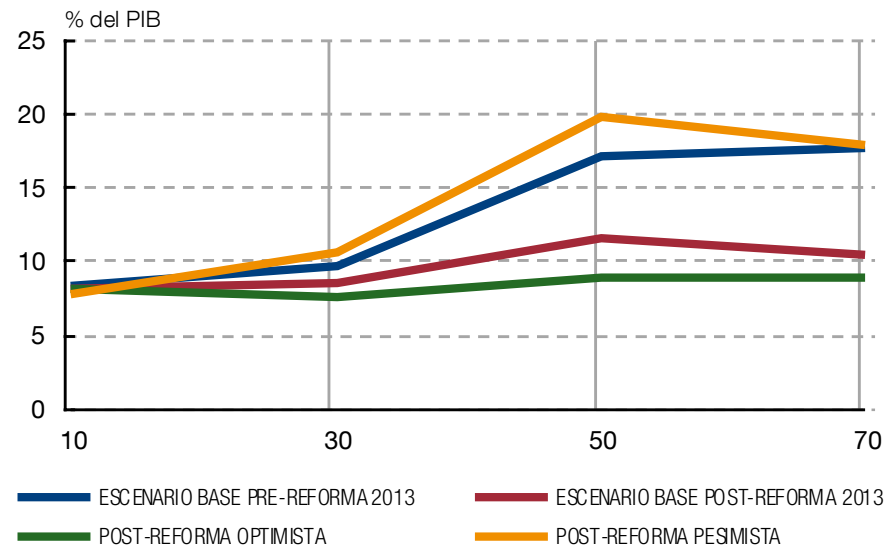


- El envejecimiento de la población supone una limitación al crecimiento potencial, por su efecto sobre las decisiones de ahorro e inversión en capital humano y sobre el flujo de innovación.
- La evolución demográfica supone un importante reto para el sistema público de pensiones.

POBLACIÓN MAYOR DE 67 AÑOS



ESCENARIOS DE GASTO EN PENSIONES (Documento de Trabajo del BdE 1420)

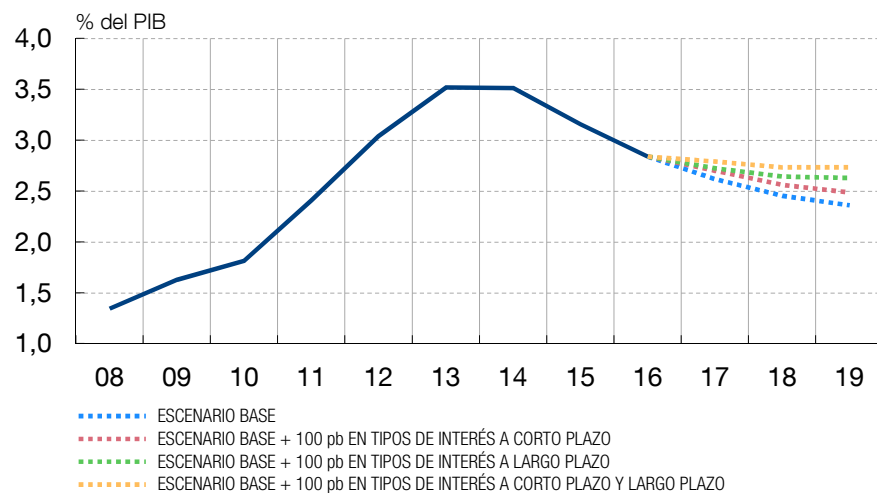


RETOS: ELEVADO ENDEUDAMIENTO PÚBLICO (IV)

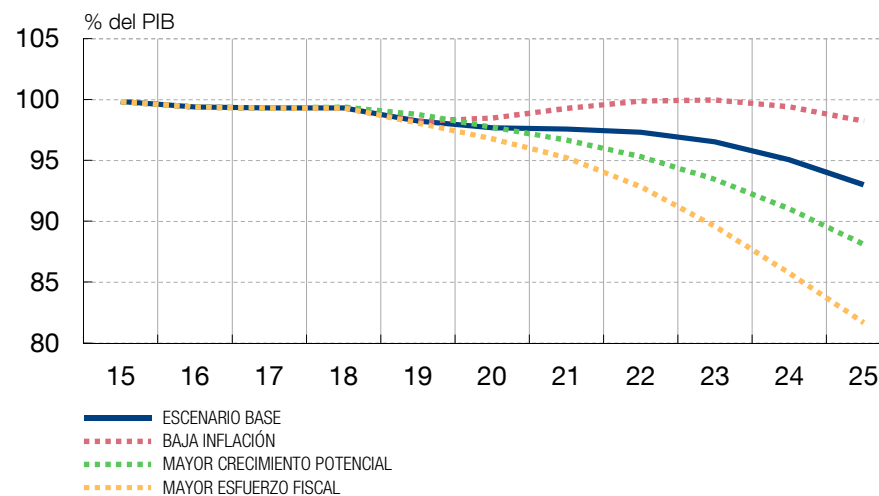


- A pesar de la notable reducción de los niveles agregados de endeudamiento de empresas y familias, el nivel de deuda de determinados colectivos de agentes privados y, sobre todo, de las Administraciones Públicas, sigue siendo elevado.
- En este contexto, resulta prioritario retomar el proceso de consolidación fiscal.

ADMINISTRACIONES PÚBLICAS. CARGA FINANCIERA NETA



ESCENARIOS DE DEUDA PÚBLICA: ESPAÑA

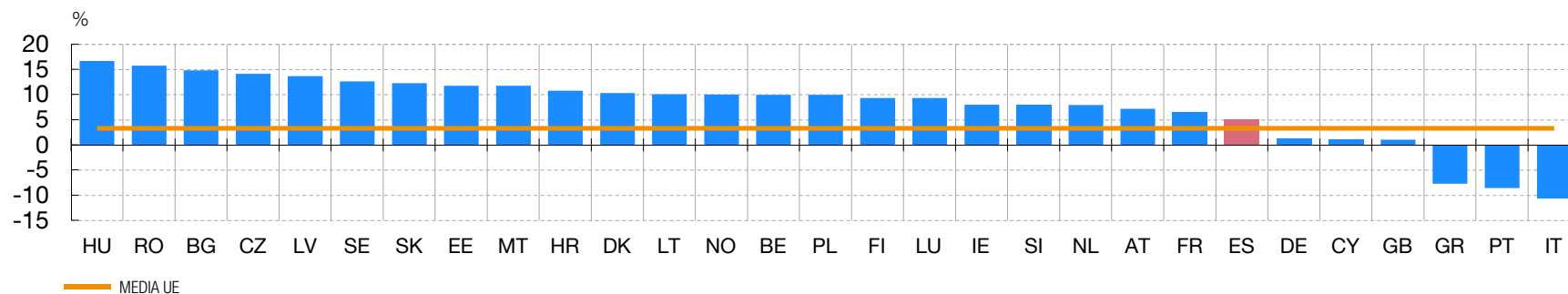


RETOS DE MEDIO PLAZO (V): SECTOR BANCARIO

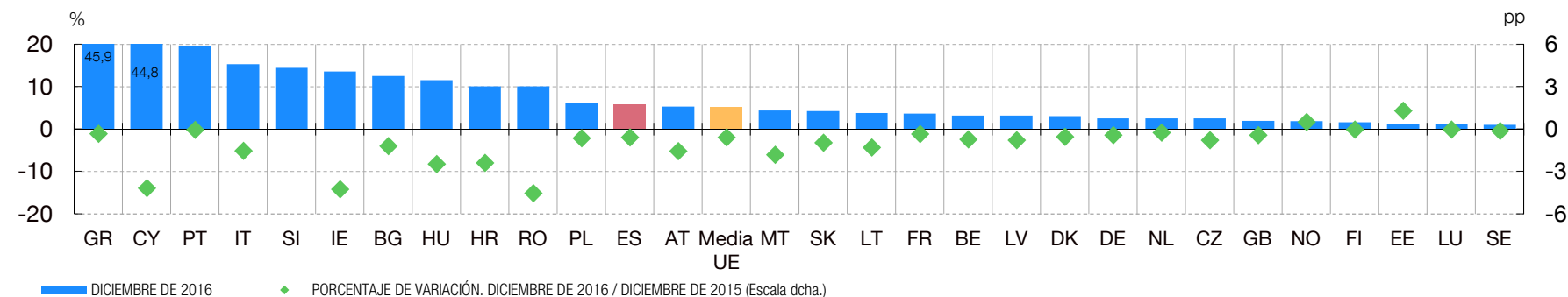


- La recuperación de la rentabilidad de las entidades de crédito es un reto, a nivel europeo, en el contexto actual de márgenes de intermediación reducidos, volumen de actividad limitado y persistencia de activos improductivos.

COMPARACIÓN EUROPEA DE LA RENTABILIDAD SOBRE FONDOS PROPIOS. DICIEMBRE DE 2016



COMPARATIVA EUROPEA DE LA RATIO DE PRÉSTAMOS DUDOSOS (a). DICIEMBRE DE 2016



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

a La ratio de préstamos dudosos en Grecia y Chipre es del 45,9 % y del 44,8 %, respectivamente.



GRACIAS POR SU ATENCIÓN

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema