

**19.04.2016**

**Los retos de la economía española**

XXIII Encuentro del Sector Financiero: El reto de la rentabilidad en un entorno incierto/ABC, Deloitte

Luis M. Linde  
Gobernador

---



## Introducción

Quiero en primer lugar agradecer a Deloitte, a Sociedad de Tasación y al ABC su amable invitación para clausurar esta primera jornada del XXIII Encuentro del Sector Financiero dedicado a analizar el reto de la rentabilidad en un entorno que es, ciertamente, incierto.

Voy a dedicar mi intervención a la situación de la economía española y sus principales retos.

La recuperación de la economía española durante los últimos tres años ha sido uno de los rasgos más destacados de la evolución reciente de la eurozona. Para explicarla, tenemos que referirnos tanto a factores de naturaleza estructural o más permanente, como a factores de carácter transitorio, alguno de los cuales nos ha venido dado por el contexto internacional.

Los primeros están relacionados con la corrección, todavía incompleta, de los principales desequilibrios acumulados durante el anterior ciclo expansivo y durante la crisis, pero también con la mejora del entorno financiero.

La creación de empleo, que viene observándose desde 2013, ha supuesto un importante apoyo a la demanda y, a través del sostenimiento de la renta disponible de las familias, a la mejora de la confianza.

A lo largo de 2015 se volvieron a dar avances en el proceso de desendeudamiento de los hogares y empresas y se logró un superávit o capacidad neta de financiación de España frente al exterior, sobre la base, en buena medida, de las mejoras de competitividad logradas desde el comienzo de la crisis.

Estos desarrollos han tenido lugar en un marco de normalización de las condiciones financieras a la que han contribuido las reformas aplicadas en el ámbito nacional y las actuaciones en materia de política monetaria por parte del BCE, así como los avances en la gobernanza de la Unión Económica y Monetaria.

En política monetaria, el despliegue por parte del BCE de un conjunto de medidas no convencionales ha tenido un impacto favorable sobre las condiciones de financiación, reduciendo la fragmentación financiera en el área del euro y favoreciendo la recuperación del crédito bancario. A su vez, a partir también de las expectativas de recuperación de la economía norteamericana, la política monetaria de la eurozona permitió una depreciación sustancial del tipo de cambio del euro en la primera mitad del año pasado, lo que ayudó a los exportadores europeos, incluidos los españoles, a aumentar su peso relativo en los mercados internacionales.

A estos factores que han apoyado la recuperación de la actividad y el empleo hay que unir el acusado descenso del precio del petróleo y la política fiscal, que se sumó en 2015 a la orientación expansiva de la política monetaria, en contraste con el tono restrictivo de los años anteriores.

Nuestra recuperación difícilmente se podrá seguir apoyando, en igual medida en que lo hizo en 2015, en estos factores expansivos. La combinación de estímulos procedentes tanto de políticas de demanda –política monetaria y política fiscal-, como de las caídas del precio del petróleo, observadas desde 2014, va a tener un menor impacto sobre el crecimiento. La política fiscal deberá volver a adoptar un carácter restrictivo hasta completar el proceso de consolidación fiscal; en cuanto al tipo de cambio del euro, lo más

prudente es hacer la hipótesis de que no supondrá un estímulo adicional significativo, que será aproximadamente neutral, al menos en este año, 2016.

En el plano internacional se han sucedido, en los últimos meses, revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento del PIB mundial y europeo, debido, para mencionar los factores que parecen más importantes, a la caída en la actividad de algunas de las principales economías emergentes y la debilidad del comercio mundial.

Por todo ello, debemos esperar para el presente año y también para 2017 crecimientos de la economía española más moderados que en 2015, tal y como se desprende de las últimas proyecciones publicadas por el Banco de España y por diversos analistas e instituciones internacionales, con tasas de crecimiento del PIB del 2,7 % y 2,3 % para 2016 y 2017, respectivamente.

Este menor crecimiento se va a producir cuando estamos todavía lejos de haber corregido suficientemente los graves desequilibrios que se acumularon en la expansión y en los primeros años de la crisis, que pueden resumirse en cuatro apartados: el mercado laboral; la consolidación fiscal y la evolución de la deuda pública; el endeudamiento privado y la dependencia de la financiación exterior; y la productividad.

Voy a detenerme en cada uno de estos apartados.

## **1 La reducción del desempleo**

En primer lugar, el desempleo. El principal reto al que se enfrenta la economía española es reducir la tasa de paro, que se situó a finales del pasado año en casi el 21 %, 6 puntos por debajo del máximo alcanzado a comienzos de 2013, pero todavía muy por encima de la media de la Unión Europea y de casi todos los países de la zona euro.

Pero no se trata sólo del elevado volumen de paro, sino, además, de la elevada proporción de parados de larga duración (definidos como aquellos que están más de un año desempleados). Nuestra tasa de parados de larga duración apenas si ha bajado desde el máximo alcanzado en 2014, lo que hace que, hoy, triplique el nivel observado en 2008; si el cálculo lo hacemos con los desempleados que llevan más de 2 años en esa situación, la correspondiente tasa ha aumentado por encima del 44 % en 2015, multiplicando por 4 el nivel observado en 2008.

Estos niveles de desempleo y de desempleo de larga duración indican la dificultad de nuestra economía para adaptar oferta y demanda en el mercado de trabajo y tienen, entre otras, dos consecuencias que no deben pasarse por alto: generan desigualdad –el paro ha sido y es en España, sin duda, el primer motor de aumento de la desigualdad- y plantea dificultades para el equilibrio financiero del sistema público de pensiones, porque la financiación del sistema de reparto depende, evidentemente, en medida crucial, del empleo.

Nuestro sistema laboral ha padecido tradicionalmente –y “tradicionalmente” significa: durante décadas- dos problemas graves y crónicos: primero, la falta de ajuste, en muchos casos, de las condiciones laborales y salariales de las empresas a sus particulares condiciones competitivas, técnicas y comerciales; y, segundo, la muy acusada dualidad entre condiciones del empleo temporal y condiciones del empleo que llamamos “indefinido”.

La fijación de las condiciones laborales y salariales atendiendo a criterios generales o sectoriales, sin tener en cuenta la situación específica de cada empresa, ha sido uno de los principales motores de nuestro desequilibrio estructural en materia de empleo, uno de los factores que explica que España, haya tenido siempre, incluso en los momentos de mayor actividad económica y mayor crecimiento, una tasa de paro muy superior al conjunto de la Eurozona y de la propia Unión Europea. No será posible reducir nuestra tasa de paro estructural en un marco de negociación laboral que no tenga en cuenta las condiciones productivas, comerciales, de costes, en suma, las condiciones de competitividad de cada empresa.

La dualidad de nuestro mercado de trabajo –cuyos efectos negativos sobre la productividad, las decisiones de inversión en capital humano o la misma negociación colectiva nadie niega- no podrá reducirse si sigue existiendo un gran desequilibrio entre los costes laborales –incluidos costes de despido- de los empleos indefinidos y de los temporales. Pero no es probable que se consiga disminuir la dualidad y, a la vez, aumentar el empleo total –que debe ser la gran prioridad- por la vía, simplemente, de incrementar los costes laborales del empleo temporal.

## **2 La reducción de la deuda pública**

Nuestro segundo reto es, primero, contener el crecimiento y, después, reducir el volumen de nuestra deuda pública.

Teniendo en cuenta el déficit público observado en 2015, del 5 % del PIB, las administraciones públicas españolas han reducido la magnitud de este desequilibrio en más de 6 puntos, desde el máximo alcanzado en 2009. No obstante, de acuerdo con las últimas estimaciones de la Comisión Europea, el déficit público estructural, aquel que no se corrige por la mera evolución cíclica de la economía, se situaría por encima del 2,5 % del PIB, mientras que la ratio de deuda pública sobre PIB alcanzó en 2015 el 99,2 %, estabilizada en relación con un año antes, pero más de 60 puntos de PIB por encima de la observada en 2007.

Un volumen tan elevado de deuda pública implica, evidentemente, grandes necesidades de refinanciación en los mercados de capitales, lo que incrementa la vulnerabilidad de nuestra economía, tal y como se hizo patente durante la crisis de deuda soberana de la zona euro a partir de 2010. Cada año, nuestras administraciones públicas tienen que obtener fondos que equivalen a más del 20 % de nuestro PIB, lo que significa una gran dependencia de los mercados y de las expectativas que existan sobre nuestra situación económica y política.

Pero los problemas que nos plantea un nivel de deuda pública tan elevado, incluso bajo una perspectiva de su reducción gradual, no se limitan a la dependencia en que nos sitúa frente a los mercados de capitales.

Un nivel elevado de deuda pública implica, incluso en contextos como el actual de tipos de interés bajos o muy bajos, un servicio de deuda con grandes pagos por intereses. Para compensar este gasto y alcanzar un equilibrio o un superávit total que permita contener y disminuir la deuda es preciso obtener superávits primarios significativos; pero esto puede afectar a la actividad y al empleo si, por ejemplo, la política fiscal comporta niveles de imposición o figuras impositivas que afecten negativamente al crecimiento, o menores niveles de gasto productivo. Además, un nivel de deuda pública elevado reduce el margen

de maniobra para que la política fiscal pueda ejercer un papel contracíclico, una palanca particularmente valiosa en el seno de una unión monetaria, en la que no puede haber ajustes cambiarios respecto a los demás miembros de la unión.

La culminación del proceso de consolidación fiscal resulta crucial para preservar las ganancias de credibilidad ya alcanzadas, garantizando el cumplimiento de los objetivos fiscales por parte de todas las administraciones públicas y la aplicación de los mecanismos de la Ley de Estabilidad Presupuestaria. Desde una perspectiva de medio y largo plazo, el proceso de consolidación presupuestaria y fiscal exige tener en cuenta otros factores, entre ellos la composición del ajuste, para tratar de favorecer una mayor contribución de las finanzas públicas al crecimiento, avanzando en la racionalización y eficiencia del gasto y, también, de la cesta de impuestos.

Y hay que tener en cuenta también el impacto del envejecimiento de la población sobre las finanzas públicas, en particular a través del gasto en pensiones. Las reformas acometidas a partir de 2011 en el sistema público de pensiones (el alargamiento progresivo de la edad de jubilación, la definición de un factor de sostenibilidad que vincula la pensión inicial con la evolución de la esperanza de vida, la introducción de un nuevo sistema de indiciación de las pensiones, la separación del sistema de determinadas pensiones no contributivas que deben ser financiadas mediante impuestos generales y no a través de cotizaciones) han ido en la dirección correcta para hacer posible el sostenimiento del sistema.

Independientemente de estas reformas, hay mecanismos de seguro y ahorro que pueden ayudar a complementar el sistema de reparto. Pero, como ya he señalado, un elemento crucial para el sistema público de pensiones es el dinamismo del empleo. En esta conexión entre empleo, pensiones y finanzas públicas, es donde, yo creo, se concentra el “núcleo duro” de las dificultades a los que se enfrentará nuestra economía durante los próximos años.

### **3 La reducción del endeudamiento privado y de la posición deudora neta con el exterior**

El tercero de los retos a que se enfrenta la economía española es el elevado endeudamiento privado y la fuerte dependencia de la financiación exterior.

La deuda neta externa de la economía española se situó en torno al 93 % del PIB a finales de 2015, muy por encima de lo observado en otros países en posición deudora de la zona del euro o en el conjunto de países desarrollados, para no compararnos con otras economías de la Unión Monetaria, como Alemania, Bélgica y Holanda, que mantienen una posición externa acreedora.

Nuestro endeudamiento privado ha mejorado -es decir, ha disminuido- durante los últimos años, estamos ahora en proporciones más cercanas a la media del conjunto de los países de la Unión Monetaria. Pero, aun así, a pesar de la aparición en los últimos tres años de un sustancial superávit frente al exterior, nuestro endeudamiento externo constituye un elemento de vulnerabilidad que no puede subestimarse porque, excluyendo el Banco de España, las necesidades de refinanciación de deuda pública y privada, bancaria y no bancaria, superan cada año el 45 % de nuestro PIB. De este volumen, en torno al 60 % corresponde a pasivos contraídos por las entidades financieras, algo más del 20 % a las AAPP y algo menos del 20 % a empresas no financieras. En este contexto

de fuerte dependencia financiera del exterior, un empeoramiento en las perspectivas de crecimiento económico podría tener un efecto considerable sobre las condiciones de esa financiación y el esfuerzo requerido para hacer frente a las obligaciones contraídas frente al exterior.

La mejora en nuestra posición frente al exterior depende, en buena medida, de nuestra posición de competitividad, es decir, de la evolución de nuestra productividad. Me detendré un momento en esta cuestión.

#### **4 La mejora de la productividad**

A largo plazo, el crecimiento económico viene determinado, fundamentalmente, por los avances de la productividad. En nuestro caso, la productividad total –variable que trata de aproximar el nivel de eficiencia de la economía y que depende, entre otros factores, de los efectos de las mejoras tecnológicas y de la eficiencia de las instituciones y de las normas existentes en una economía, - mostró un empeoramiento significativo durante los años de expansión previos a la crisis, registrando tasas levemente negativas a partir de 2000. A pesar de cierta mejora a partir de 2008, ligada a la desaparición de empresas poco productivas, España sigue presentando un crecimiento de la productividad significativamente inferior al promedio de las economías desarrolladas.

Lejos de análisis simplistas que pretenden explicar esta evolución a partir de aspectos singulares, a veces, incluso, anecdóticos en sentido macroeconómico, los factores que parecen estar detrás de la mediocre evolución de la productividad de nuestra economía son diversos y complejos. Aparte de que España presenta niveles significativamente más reducidos en capital tecnológico que otros países desarrollados, se suelen citar factores como la existencia de elevados costes y barreras administrativas para la creación empresarial, el bajo nivel de competencia en algunos sectores o el reducido tamaño de nuestras empresas. La baja productividad puede relacionarse también con algunos aspectos del mercado laboral a los que ya me he referido, como la desconexión entre la evolución de las condiciones retributivas y la situación específica de cada empresa y la dualidad laboral, que dificultan una reasignación de recursos entre empresas y las decisiones de acumulación de capital humano.

#### **Conclusiones**

Para concluir, me referiré, primero, a la situación del área euro y, después, a la economía española vista en el camino de la recuperación de la crisis:

La UEM se encuentra ante un escenario macroeconómico complejo, caracterizado por unas perspectivas moderadas de crecimiento y una inflación muy baja, a las que recientemente se han añadido focos de incertidumbre, como los derivados de la asimilación de los flujos migratorios o el referéndum sobre la participación del Reino Unido en la UE.

La política monetaria del BCE está generando un estímulo considerable a través de la relajación de las condiciones de financiación, pero resulta necesario que el resto de políticas acompañen a la política monetaria si se quiere asegurar la recuperación y mejorar las perspectivas de medio plazo. En este sentido, la política fiscal de los países miembros y del conjunto de la UE debería utilizar los márgenes de maniobra que permite

el Pacto de Estabilidad y Crecimiento para favorecer la actividad y, en paralelo, se debe profundizar en la aplicación de las reformas estructurales que permitan mejorar el potencial de nuestras economías.

Pasando ahora a la economía española, en los últimos tres años ha recuperado la senda de crecimiento económico, con un dinamismo superior al de la mayoría de los países de la UE. Pero no ha conseguido superar en la medida necesaria los desequilibrios a los que me he referido antes.

España tiene todavía una tasa de paro superior al 20 % y una muy alta proporción de paro y de muy larga duración; tenemos vencimientos de financiación derivados de nuestro endeudamiento externo que superan, cada año, el 45 % de nuestro PIB; y unas perspectivas demográficas que, a largo plazo, dificultan la sostenibilidad del sistema público de pensiones.

Un país con estos retos no debe, en realidad, no puede –en el marco de la Unión Monetaria a la que pertenecemos y de la globalización de los mercados- tomar otro camino de política económica que aquel que, en primer lugar, permita y estimule el mayor crecimiento del empleo o, lo que es la otra cara de la misma moneda, un más rápido y más sostenible aumento de nuestra productividad y competitividad; y, en segundo lugar, que permita frenar el crecimiento de nuestro endeudamiento público y privado para, después, reducirlo.

En política económica, los errores y los aciertos sólo se manifiestan con claridad al cabo de un tiempo. Igual que los grandes barcos que, debido a su gran inercia, sólo pueden cambiar su rumbo o velocidad lentamente, una economía como la nuestra se mueve también con mucha inercia: corregir errores lleva tiempo y, casi siempre, acarrea pérdidas de renta y bienestar e inestabilidad social.

Nuestra experiencia, tanto en la fase de expansión y acumulación de desequilibrios, antes de la crisis, como en su corrección y en la recuperación del crecimiento, nos debe ayudar a evitar errores, a perseverar en el camino de las reformas que protegen y mejoran nuestra competitividad y a cumplir los compromisos que se asuman con la Unión Europea en materia de finanzas públicas.

Muchas gracias.