

### 1 Introducción

La economía española intensificó en 2015 el ritmo de recuperación, hasta alcanzar un crecimiento del 3,2 %...

... que permitió un intenso avance del empleo y una mejora del superávit externo, si bien se produjo un deterioro del déficit público estructural

El agotamiento progresivo de algunos factores que han contribuido al avance del producto en 2015 dará paso a tasas de crecimiento más moderadas a corto y medio plazo

A pesar de los avances de los últimos años, persisten importantes retos que exigen una política económica decidida tanto en el terreno de la consolidación fiscal como en el de las reformas estructurales

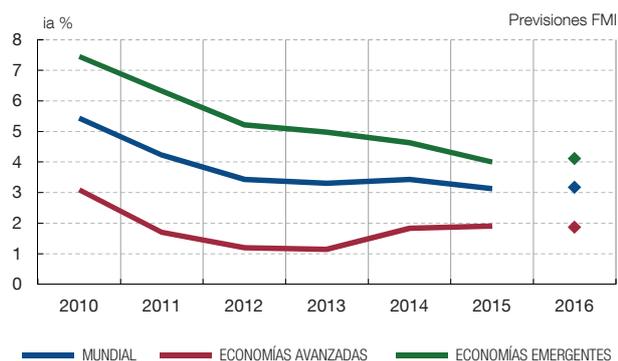
La economía española intensificó en 2015 el ritmo de la recuperación iniciada a mediados de 2013. A pesar del menor crecimiento global y de la debilidad cíclica del área del euro, los avances en el restablecimiento de los principales equilibrios macrofinancieros, los sucesivos descensos en el precio del petróleo, los estímulos monetarios y el tono expansivo de la política fiscal permitieron acelerar el ritmo de crecimiento desde el 1,4 % observado en 2014 hasta el 3,2 % en 2015, sensiblemente superior al registrado por los principales socios europeos.

El consumo de los hogares, la inversión empresarial y las exportaciones fueron los componentes de la demanda que más contribuyeron al crecimiento de la actividad, a los que se añadió, en contraposición con los años previos, la expansión del consumo e inversión públicos. Por su parte, el flujo de creación de empleo mantuvo una notable intensidad, lo que se reflejó en un aumento de más de medio millón en el número de ocupados. Los hogares y empresas, tanto financieras como no financieras, prosiguieron el proceso de desendeudamiento iniciado años atrás y generaron, en su conjunto, una capacidad de financiación por encima de las necesidades financieras del sector público, de modo que el superávit financiero externo del conjunto de la nación se situó ligeramente por encima del 2 % del PIB. El déficit público se redujo, hasta el 5,1 % del PIB, como resultado exclusivamente de la mejora de la actividad, ya que se produjo un incremento del déficit público de carácter estructural —aquel que no se corrige por la evolución económica—, hasta alcanzar el 2,9 % del PIB, de acuerdo con las estimaciones de la Comisión Europea (CE). La ratio de deuda pública sobre PIB se situó en el 99,2 % del PIB (99,3 % en 2014).

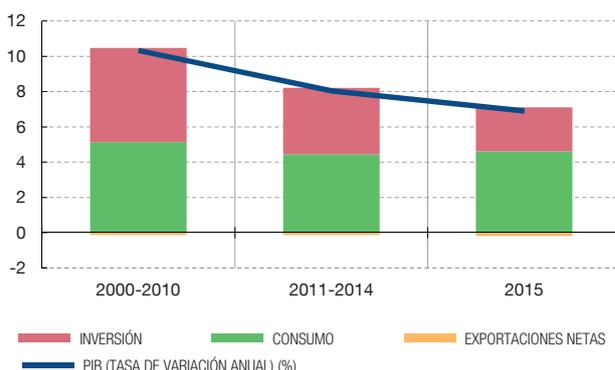
En 2015, el tono expansivo de la política fiscal confluyó con otros factores cuyos efectos positivos sobre el crecimiento se espera que sean asimismo transitorios, entre los que se encuentran las sucesivas bajadas del precio del petróleo y otras materias primas, la depreciación del tipo de cambio del euro registrada durante buena parte del año o la moderación de los costes de financiación. En este sentido, cabe esperar que, conforme el impulso procedente de estos factores se agote progresivamente, la economía española pase a crecer a tasas más moderadas, como muestran las previsiones más recientes del Banco de España.

La actual fase de recuperación está favoreciendo avances en el restablecimiento de los principales equilibrios macrofinancieros de la economía española, que, a su vez, reverberan positivamente en la capacidad de crecimiento. Las mejoras han sido más visibles en el ámbito del empleo, la competitividad, el desendeudamiento privado y la estabilización e incipiente recuperación del sector inmobiliario, así como en el saneamiento y la reestructuración del sector financiero. No obstante, todavía persisten retos significativos, entre los que destacan la necesidad de reducir el elevado desempleo, culminar el proceso de desapalancamiento privado y retomar una senda de consolidación fiscal consistente con una reducción sostenida de la deuda pública; todo ello, en un contexto en el que el elevado endeudamiento externo y las cuantiosas necesidades de refinanciación correspondientes siguen constituyendo un elemento de vulnerabilidad. Una mejora de las perspectivas de medio plazo requiere, además, impulsar la productividad, cuyo escaso dinamismo reduce las posibilidades de crecimiento, y afrontar los efectos de la dinámica del envejecimiento poblacional. Estos retos demandan una agenda de política económica decidida tanto en el terreno de la consolidación fiscal como en el de las reformas estructurales.

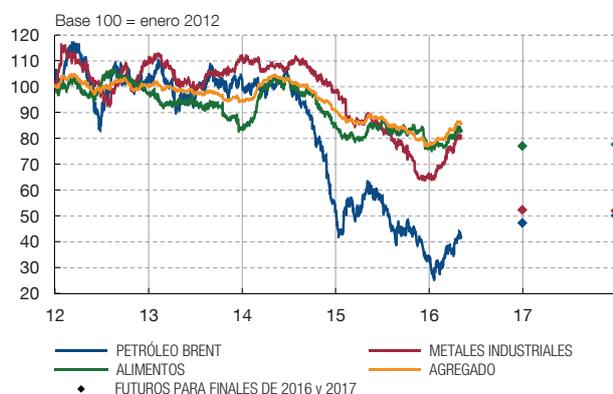
1 CRECIMIENTO DEL PIB Y PREVISIONES DEL FMI



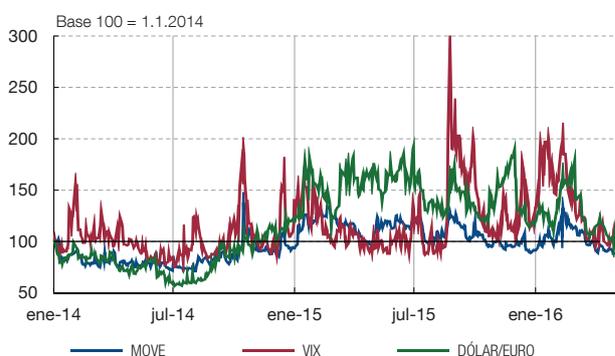
2 REEQUILIBRIO EN CHINA



3 PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS



4 ÍNDICES DE VOLATILIDAD



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Datastream.

En este primer capítulo se analizan los factores internacionales y nacionales sobre los que se ha sustentado el crecimiento del pasado ejercicio y se señalan los principales desafíos a los que se enfrenta la economía española y las políticas económicas necesarias para afrontarlos. En los restantes capítulos de este Informe se abordan con más profundidad algunos aspectos específicos, como los relativos a los determinantes de la mejora en la competitividad observada en los últimos años y su influencia en la actual fase de recuperación (capítulo 2), los efectos de las políticas monetarias no convencionales del BCE sobre la economía tanto del área del euro como española (capítulo 3) y la relevancia de la dinámica empresarial y su impacto sobre la productividad (capítulo 4).

## 2 La evolución económica en 2015

### 2.1 UN ENTORNO MUNDIAL INCIERTO

El crecimiento de las economías emergentes se desaceleró...

En 2015, la economía mundial creció un 3,1 %, tres décimas menos que en 2014 (véase panel 1 del gráfico 1.1) y también por debajo de lo anticipado al comienzo del ejercicio. La desaceleración de la actividad fue consecuencia del menor dinamismo de las economías emergentes, cuyo crecimiento se redujo, por quinto año consecutivo, hasta el 4 %, desde el 4,6 % de 2014. Por su parte, las economías avanzadas mantuvieron un ritmo modesto de avance (1,9 %, frente al 1,8 % del año anterior), a pesar de la orientación expansiva de las políticas económicas (sobre todo, de las monetarias) y de los nuevos descensos del precio del petróleo. Este comportamiento de la economía mundial vino condicionado principalmente por la evolución de tres desarrollos: el proceso de reequilibrio de la economía china, la intensificación de la caída del precio del petróleo y la expectativa de normalización de la política monetaria en Estados Unidos.

... en un entorno de incertidumbre sobre el proceso de reequilibrio de la economía china...

La economía china sigue inmersa en un proceso de transición hacia un modelo de crecimiento más sostenible, con una mayor preponderancia del consumo sobre la inversión y las exportaciones, y de los servicios frente a la industria, y en el que los mercados desempeñen un papel más relevante en la asignación de los recursos (véase panel 2 del gráfico 1.1). Desde el verano de 2015, la complejidad del proceso y las dudas en torno a su curso futuro dieron lugar a un aumento de la incertidumbre a nivel global, con consecuencias negativas sobre los flujos comerciales y los mercados financieros internacionales.

... y presiones a la baja sobre el precio del petróleo

Por su parte, el precio del petróleo continuó descendiendo en 2015, aunque con cierta volatilidad a lo largo del año. El precio del barril de Brent llegó a caer por debajo de los 30 dólares a principios de 2016, lo que representa su nivel mínimo desde 2003, si bien, con posterioridad, ha repuntado hasta valores próximos a los 50 dólares por barril (véase panel 3 del gráfico 1.1). No obstante, el impacto global del abaratamiento de esta materia prima está siendo menos favorable de lo anticipado, como resultado de su efecto adverso sobre la inversión en las industrias extractivas y del deterioro de la posición financiera de las empresas energéticas y de la situación fiscal y externa de las economías exportadoras.

Los mercados financieros mostraron una elevada volatilidad en la segunda mitad de 2015 y al inicio de 2016

La incertidumbre sobre la economía china y otras áreas emergentes y la caída del precio del petróleo fueron dos de los principales detonantes de las turbulencias registradas en los mercados financieros globales durante la segunda mitad de 2015 y en los primeros meses de este año (véase panel 4 del gráfico 1.1). En este contexto, el dólar se apreció frente a las principales monedas de referencia y, sobre todo, en relación con las de las economías emergentes, por su papel de moneda «refugio» y por la divergencia en los ciclos de política monetaria entre regiones. La elevada volatilidad registrada en los mercados financieros internacionales a finales del año pasado y principios de este y las limitadas perspectivas de crecimiento global, no obstante, contribuyeron a moderar el ritmo de normalización del tono de la política monetaria en Estados Unidos, que comenzó con la primera subida de tipos en siete años por parte de la Reserva Federal en diciembre pasado.

## 2.2 EL ÁREA DEL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE

La economía del área del euro creció moderadamente, impulsada por el consumo...

El PIB del área del euro creció un 1,5 % en 2015, frente al 0,9 % del año anterior (véase panel 1 del gráfico 1.2). El avance del PIB descansó en buena medida en el consumo de las familias, como resultado del tono más favorable de las condiciones financieras y el incremento de la renta disponible, en un contexto de tasas de inflación reducidas y de mejora de las condiciones del mercado de trabajo. También el consumo público contribuyó de manera positiva al crecimiento, impulsado en algunos países por el aumento del gasto necesario para hacer frente a la crisis de los refugiados, mientras que la inversión mantuvo un tono de debilidad.

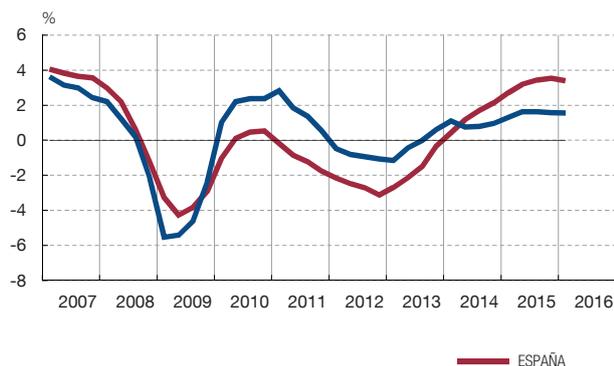
... y las perspectivas de crecimiento se han revisado a la baja recientemente

A pesar de la mejora, el ritmo de recuperación del área continuó siendo modesto, tanto en comparación con otros episodios históricos de recuperación como en relación con la experiencia reciente de otras economías avanzadas. Desde finales de 2015, el entorno de menor crecimiento global y de mayor incertidumbre estaría contribuyendo a moderar las perspectivas de crecimiento, tal y como se desprende de las previsiones publicadas el pasado mes de mayo por la CE, en las que se revisó el avance del PIB para 2016 y 2017, hasta el 1,6 % y 1,8 %, respectivamente.

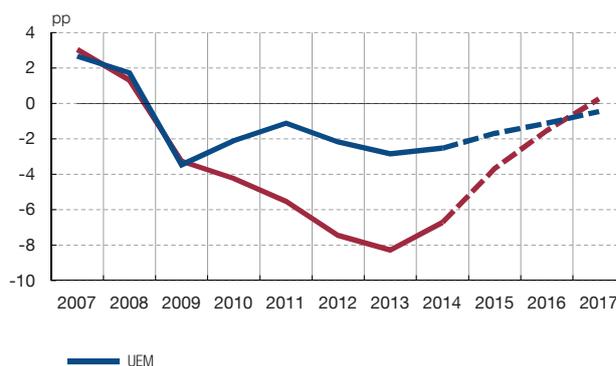
El ritmo de creación de empleo, aunque sostenido, resulta aún insuficiente para reducir de manera significativa el elevado nivel de desempleo que todavía persiste en algunos países

Uno de los rasgos más positivos de la evolución reciente del área del euro es el comportamiento relativamente favorable del empleo, que creció un 1,1 % en el conjunto de 2015, impulsado en parte por el efecto de las reformas estructurales abordadas recientemente por algunas economías del área. No obstante, la creación de puestos de trabajo todavía no alcanza la intensidad suficiente para reducir de manera significativa las elevadas tasas de paro que aún registran algunos países. Con carácter más general, los mercados de

1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO (a)



2 BRECHA DE PRODUCCIÓN (b)



3 ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO (a)



4 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA LA UEM DERIVADAS DE LOS SWAPS DE INFLACIÓN



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

a Tasas de variación interanual sobre las series ajustadas de estacionalidad en el caso del PIB y sobre las series originales en los índices de precios de consumo.  
 b Se define como el porcentaje del PIB observado sobre el PIB potencial. Estimación y previsiones (línea discontinua) de la Comisión Europea (mayo de 2016).

[Descargar](#)

trabajo europeos deberán hacer frente a los retos que plantea el desempleo estructural, el envejecimiento de la población y la asimilación de los flujos migratorios.

Los precios permanecieron estancados, en un entorno de bajas expectativas de inflación

La inflación estuvo dominada por el fuerte ajuste de los precios del petróleo y otras materias primas, que provocó que el nivel de precios se mantuviera prácticamente constante en el conjunto del año, en consonancia con lo observado en otras economías desarrolladas. Pero, más allá de fluctuaciones transitorias, la inflación subyacente osciló en torno a tasas inferiores al 1% a lo largo de 2015 y primeros meses de 2016, condicionada por la todavía elevada brecha de producción negativa. Por su parte, los indicadores de expectativas de inflación a medio y largo plazo continuaron deslizándose a la baja (véase gráfico 1.2).

Las medidas de política monetaria desplegadas desde mediados de 2014 tuvieron un impacto favorable sobre las condiciones financieras del área

Como se explica con detalle en el capítulo 3 de este informe, la acumulación de riesgos a la baja para el objetivo de estabilidad de precios y los signos crecientes de desanclaje de las expectativas de inflación condujeron al BCE a ampliar el programa de compra de activos a comienzos de 2015, con adquisiciones en el mercado secundario de valores emitidos por el sector público. Esta medida, junto con otras adoptadas con anterioridad, como el establecimiento de tipos de interés negativos en la facilidad de depósito y las operaciones de financiación a más largo plazo con objetivo específico (TLTROS, por sus siglas en inglés), tuvo un impacto favorable en los costes de financiación del conjunto de los agentes,

tanto públicos como privados, del área del euro, reduciendo los niveles de fragmentación financiera y favoreciendo un mayor dinamismo en el flujo de crédito. La depreciación del tipo de cambio en los primeros meses del año produjo un efecto positivo en las exportaciones europeas, que lograron aumentar de manera apreciable su peso relativo en los mercados internacionales.

El BCE aprobó medidas adicionales de estímulo en diciembre de 2015 y en marzo de 2016 en respuesta al deterioro de las perspectivas de inflación

A partir del verano, sin embargo, el deterioro de las perspectivas globales de crecimiento y el incremento de la volatilidad en los mercados financieros impactaron en las condiciones financieras del área, lo que, unido a la apreciación del tipo de cambio del euro frente a las principales monedas de referencia, que comenzó a producirse a partir de entonces, compensó en parte el efecto positivo de los estímulos monetarios. En respuesta al nuevo escenario, el Consejo de Gobierno del BCE aprobó medidas adicionales en diciembre de 2015 y en marzo de 2016. Así, la autoridad monetaria redujo el tipo de la facilidad de depósito en dos ocasiones, hasta situarlo en el  $-0,40\%$ , y los tipos de las operaciones principales de financiación y el de la facilidad marginal de crédito se situaron en el  $0\%$  y el  $0,25\%$ , respectivamente. Además, el Consejo decidió ampliar el programa de compra de activos e introducir una nueva serie de TLTRO para reforzar la transmisión de la política monetaria a través del canal crediticio.

En el ámbito institucional, se acordó conceder a Grecia un tercer programa de asistencia...

Las instituciones europeas acordaron un tercer programa de asistencia financiera a Grecia, en un contexto de creciente vulnerabilidad de la economía helena que motivó la imposición de controles de capital. Tras la aprobación del programa, en julio del año pasado, se llevó a cabo una tercera recapitalización de las entidades financieras griegas y se comenzó a implementar una amplia lista de medidas sobre las que se condiciona la continuidad del programa y la eventual adopción de posibles medidas adicionales de reestructuración de la deuda.

... y se produjeron nuevos avances para completar la Unión Bancaria

Tras la entrada en funcionamiento del Mecanismo Único de Supervisión en 2014, a lo largo del pasado año y comienzos del presente se dieron nuevos pasos para completar la Unión Bancaria. Así, la creación del Mecanismo Único de Resolución y la entrada en vigor de la Directiva de Recuperación y Resolución bancaria permitirán afrontar situaciones de inviabilidad de las entidades de crédito con criterios y normas comunes, minimizando el coste económico y la necesidad de recursos públicos. Igualmente, el Fondo Único de Resolución, que se nutre de las contribuciones de las propias entidades, está disponible desde enero de 2016 para financiar posibles medidas de resolución. Finalmente, la CE hizo pública su propuesta en relación con el tercer pilar de la Unión Bancaria —el establecimiento de un Esquema Europeo de Seguro de Depósitos—, en la que se plantea un proceso de integración progresiva que debería estar completado en ocho años.

### 2.3 LA PROLONGACIÓN DE LA RECUPERACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

La economía española se vio impulsada por algunos factores de carácter más permanente y por otros de naturaleza transitoria

La economía española continuó en 2015 la senda de recuperación, hasta registrar un ritmo de avance interanual del  $3,5\%$  en el último trimestre del año, el más elevado desde que comenzó la actual fase expansiva hace tres años (véanse gráfico 1.2 y cuadro 1.1). El crecimiento vino impulsado por un conjunto amplio de factores, algunos de naturaleza estructural y otros de carácter más transitorio.

Entre los primeros, destacó la mejora del entorno macrofinanciero...

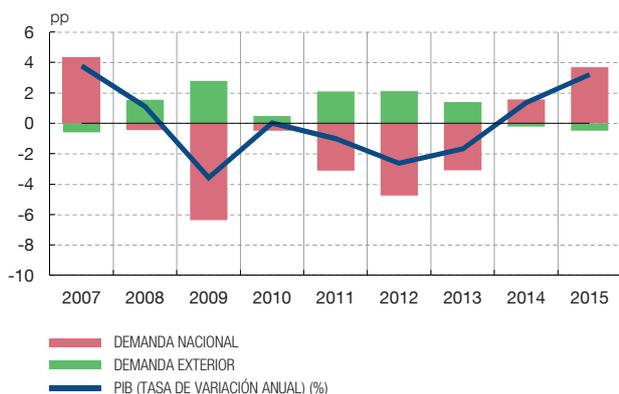
Los primeros están relacionados con la continuación del ajuste, todavía incompleto, de los principales desequilibrios acumulados durante el anterior ciclo expansivo y las fases más agudas de la crisis y con la mejora del entorno macrofinanciero, a lo que habrían contribuido las políticas y reformas aplicadas tanto en el ámbito nacional como en el plano europeo. En particular, un elemento crucial de la evolución reciente es el proceso de

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Demanda y producto (b)</b>						
Producto interior bruto	0,0	-1,0	-2,6	-1,7	1,4	3,2
Consumo privado	0,3	-2,4	-3,5	-3,1	1,2	3,1
Consumo público	1,5	-0,3	-4,5	-2,8	0,0	2,7
Formación bruta de capital	-3,8	-7,2	-8,1	-3,6	4,8	7,0
Inversión en equipo	5,1	0,8	-8,4	3,9	10,5	10,2
Inversión en construcción	-10,1	-11,7	-8,3	-7,1	-0,2	5,3
Vivienda	-11,6	-13,3	-5,4	-7,2	-1,4	2,4
Otras construcciones	-8,5	-10,2	-10,7	-7,1	0,8	7,5
Exportación de bienes y servicios	9,4	7,4	1,1	4,3	5,1	5,4
Importación de bienes y servicios	6,9	-0,8	-6,2	-0,3	6,4	7,5
Contribución de la demanda nacional al crecimiento del PIB	-0,5	-3,1	-4,7	-3,1	1,6	3,7
Contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB	0,5	2,1	2,1	1,4	-0,2	-0,5
<b>Empleo, salarios, costes y precios (c)</b>						
Empleo total	-2,7	-2,8	-4,9	-3,5	1,1	3,0
Tasa de ocupación (d)	59,7	58,8	56,5	55,6	56,8	58,7
Tasa de paro	19,9	21,4	24,8	26,1	24,4	22,1
Remuneración por asalariado	1,1	0,9	-0,6	1,7	-0,6	0,5
Productividad aparente del trabajo	2,7	1,8	2,4	1,9	0,3	0,2
Costes laborales unitarios	-1,6	-0,9	-2,9	-0,2	-0,8	0,3
Defactor del PIB	0,2	0,0	0,0	0,6	-0,4	0,6
Índice de precios de consumo (dic-dic)	3,0	2,4	2,9	0,3	-1,0	0,0
Índice de precios de consumo (media anual)	1,8	3,2	2,4	1,4	-0,2	-0,5
Diferencial de precios de consumo con la UEM (IAPC)	0,4	0,3	-0,1	0,2	-0,6	-0,7
<b>Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación y saldo financiero (e)</b>						
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación nacional de los sectores residentes						
Administraciones Públicas	-9,4	-9,6	-10,4	-6,9	-5,9	-5,1
Administraciones Públicas (sin ayudas a Instituciones financieras)	-9,3	-9,1	-6,7	-6,4	-5,8	-5,0
Hogares e ISFLSH	1,3	2,4	2,4	4,2	3,8	3,4
Empresas	4,7	4,3	8,1	5,0	3,6	3,8
Instituciones financieras	1,0	2,1	6,8	2,0	2,1	1,6
Sociedades no financieras	3,7	2,2	1,2	3,0	1,5	2,2
Posición de inversión neta internacional	-88,6	-91,9	-90,0	-96,2	-95,6	-90,5
Deuda bruta de las Administraciones Públicas	60,1	69,5	85,4	93,7	99,3	99,2
<b>Indicadores monetarios y financieros (f)</b>						
Tipo de intervención semanal del BCE	1,0	1,3	0,9	0,5	0,2	0,1
Tipo de la deuda pública a diez años	4,2	5,4	5,8	4,6	2,7	1,7
Tipo sintético del crédito bancario	3,3	4,1	4,1	4,1	3,8	2,9
Índice General de la Bolsa de Madrid (Base diciembre 1985 = 100)	1.076,5	971,8	767,5	879,8	1.066,6	1.080,5
Tipo de cambio dólar/euro	1,3	1,4	1,3	1,3	1,3	1,1
Tipo de cambio efectivo nominal con países desarrollados (g)	101,7	101,6	100,2	101,5	101,5	99,3
Tipo de cambio efectivo real con países desarrollados (h)	116,1	114,1	107,1	107,0	105,1	102,3
Tipo de cambio efectivo real con la UEM (h)	113,5	111,7	106,3	104,6	102,6	102,3
Financiación total de las familias	0,2	-2,4	-3,8	-5,1	-3,6	-2,2
Financiación total de las empresas no financieras	0,7	-2,0	-6,4	-5,9	-4,4	-0,9

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.  
c Tasas de variación, salvo la tasa de paro, que se presenta en nivel.  
d Tasa de ocupación (16-64).  
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 activos y pasivos financieros.  
g Base I TR 1999 = 100.  
h Base I TR 1999 = 100. Medidos con costes laborales unitarios.

1 PIB, DEMANDA NACIONAL Y DEMANDA EXTERIOR



2 DEMANDA NACIONAL Y SUS COMPONENTES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

mejora de la competitividad de la economía española derivado del ajuste de precios y costes relativos de bienes y servicios, facilitado también recientemente por la corrección de una parte importante de los problemas de fragmentación financiera dentro del área del euro y la mejora de las condiciones de financiación para el sector público y privado de nuestra economía. Asimismo, a lo largo del pasado año se volvieron a registrar avances visibles en el proceso de desendeudamiento de los hogares y empresas.

El ajuste competitivo habría actuado, en primer lugar, dinamizando las exportaciones, lo que, a su vez, se ha trasladado sobre los componentes del gasto interno y el empleo, lo que ha permitido reducir apreciablemente la tasa de paro, aunque todavía se mantiene en niveles muy elevados. A su vez, la dinámica de creación de empleo que viene observándose a lo largo de la actual fase de recuperación ha supuesto un importante elemento de apoyo de la demanda, tanto a través del sostenimiento de la renta disponible de las familias como de la mejora de la confianza. Estos desarrollos han facilitado la consolidación de una capacidad neta de financiación del conjunto de la nación frente al exterior, tal y como se analiza en el capítulo 2 de este Informe.

... y, entre los segundos, el descenso en el precio del petróleo, la depreciación del euro y las políticas de demanda

Entre el segundo tipo de factores, de impacto más transitorio, destacaron por su relevancia sobre la actividad y los precios las nuevas medidas monetarias que supusieron una mejora adicional en las condiciones financieras y una depreciación del euro, la orientación expansiva de la política fiscal, el descenso en el precio del petróleo y otras materias primas y, en sentido contrario, la desaceleración de los mercados mundiales de bienes y servicios. El recuadro 1.1 presenta una cuantificación de estos efectos para 2015 en la economía española, que en su conjunto supusieron alrededor de 1,1 pp de crecimiento adicional y un descenso en la inflación de 1,6 pp.

Tanto el gasto de los hogares como la inversión empresarial mostraron un marcado dinamismo, en un contexto de expansión del consumo e inversión públicos...

Entre los componentes de la demanda nacional (véanse cuadro 1.1 y gráfico 1.3), destacó el gasto de los hogares, que creció un 3,1 % en el promedio de 2015, frente al 1,2 % del año previo, favorecido por una mejora de sus principales determinantes. Así, la renta disponible real aumentó gracias al avance de las rentas laborales, los estímulos fiscales y el descenso del precio del petróleo. A la mejora en la capacidad de gasto de los hogares se unió un mayor nivel de riqueza financiera y del patrimonio inmobiliario, que reflejó el cambio de tendencia registrado en el mercado de la vivienda, así como una

nueva reducción de la tasa de ahorro, que pasó a situarse en el 9,3 % de la renta disponible. Por su parte, la inversión empresarial presentó también un marcado dinamismo, al crecer a un ritmo del 6,5 %, frente al 0,9 % de 2014, en consonancia con las mejores perspectivas económicas, la recuperación de los excedentes empresariales y el mayor grado de holgura en las condiciones de financiación. Respecto al gasto en consumo de las Administraciones Públicas (AAPP), este quebró la tendencia restrictiva de los últimos años, y aumentó un 2,7 % el año pasado (frente a una variación nula en 2014), un registro superior al de los planes oficiales iniciales para el ejercicio. El avance en la creación neta de empleo público, tras varios años de congelación o restricción, y unas mayores compras de las AAPP estarían detrás de esta evolución alcista del consumo público. Finalmente, la inversión pública se incrementó un 9% en términos nominales, una vez que se excluyen un conjunto de factores de carácter transitorio<sup>1</sup>, debido principalmente a la actividad inversora de las Comunidades Autónomas (CCAA), lo que supuso el primer registro positivo desde 2010.

... mientras que la demanda exterior neta tuvo una aportación negativa a la producción, pero con un nuevo incremento del peso de las exportaciones españolas en los mercados internacionales

Las ventas netas al exterior volvieron a contribuir negativamente al avance del PIB en 2015, en 0,5 pp (véase gráfico 1.3). Las exportaciones reales aumentaron un 5,4 % (5,1 % en 2014), dado que el impacto de las ganancias de competitividad, derivadas sobre todo de la depreciación del tipo de cambio nominal del euro, superó al del menor crecimiento de los mercados de exportación. Este efecto competitividad fue perdiendo fuerza en el tramo final del año al cambiar la dinámica depreciatoria de la moneda común. Aun así, las exportaciones españolas de bienes y servicios, en términos reales, continuaron ganando cuota de mercado en el conjunto de 2015. El aumento de las ventas de bienes a países desarrollados y, en particular, al área del euro fue superior al descenso de las dirigidas a países emergentes y en vías de desarrollo, muchos de los cuales acusaron de manera directa la caída de los precios de las materias primas. Los anteriores factores externos, junto con la recuperación económica de los principales países emisores de turistas hacia España y la incidencia de los conflictos geopolíticos en algunos destinos del norte de África y Oriente Próximo, contribuyeron a que el sector turístico español registrase un año muy positivo. En concreto, el número de visitantes y los ingresos (en términos nominales) presentaron avances interanuales del 4,9 % y del 3,9 %, respectivamente.

El crecimiento de las importaciones fue muy significativo, impulsado por la demanda final

Por su parte, las importaciones mantuvieron un elevado dinamismo, con un avance del 7,5 %, tras el 6,4 % del año anterior. La fortaleza del consumo privado y de la inversión y la resistencia mostrada por las exportaciones, donde alguna de las ramas con un alto contenido importador, como los automóviles, continuaron creciendo de forma significativa, impulsaron el avance de las importaciones, pese al encarecimiento de los precios de los bienes no energéticos adquiridos en el exterior (véase el recuadro 2.2 de este Informe).

La capacidad de financiación de la nación se amplió hasta el 2,1 % del PIB

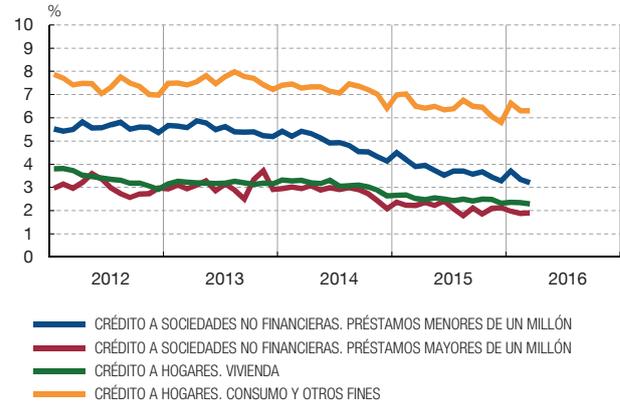
En este contexto, la economía española registró una capacidad de financiación del 2,1 % del PIB en 2015 (0,5 pp del PIB superior a la registrada el año anterior). Esta ampliación se explica principalmente por el aumento del superávit por cuenta corriente, asociado a la disminución del déficit energético, y de los pagos netos de rentas de inversión al resto del mundo. En concreto, el pasado año se produjo un ahorro de 11 mm en la factura energética y de 3,5 mm en los pagos netos de intereses. La mejoría de la relación real de intercambio, por el abaratamiento de las materias primas, permitió mantener la senda de superávits comerciales iniciada en 2011, situándolo en torno al 2,5 % del PIB. A estos

<sup>1</sup> Entre otros, destaca la reclasificación dentro del sector AAPP de determinados gastos de inversión realizados en años anteriores en proyectos de colaboración público-privada (algo más de 2 mm). Sin excluir estos factores transitorios, la inversión de las AAPP, en términos nominales, creció un 21 % en 2015.

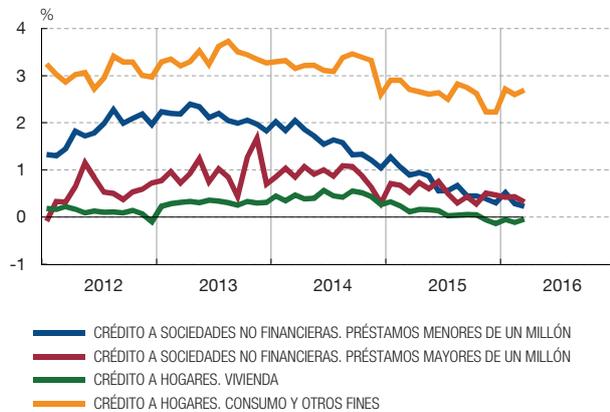
1 RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS Y DIFERENCIAL CON ALEMANIA



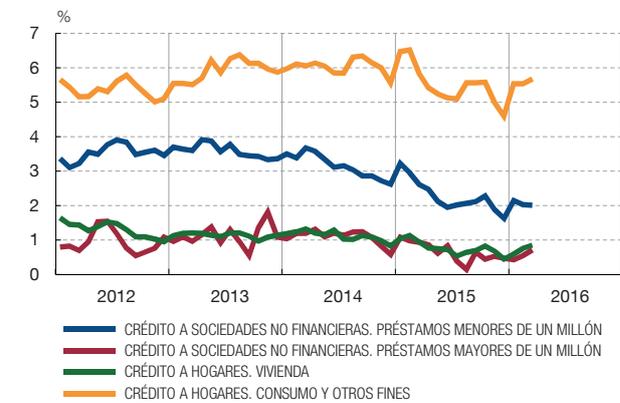
2 TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS. ESPAÑA



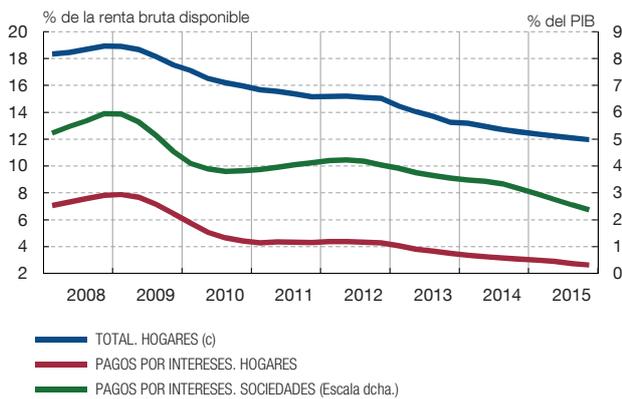
3 TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS. DIFERENCIA ESPAÑA-NÚCLEO UEM (a)



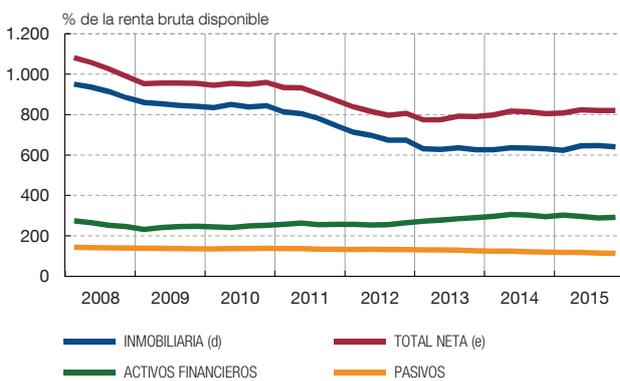
4 TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS REALES (b). ESPAÑA



5 CARGA FINANCIERA DE HOGARES Y SOCIEDADE



6 RIQUEZA DE LOS HOGARES



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

- a Definido como el agregado ponderado por PIB a precios corrientes del mismo año de Alemania, Austria, Holanda, Finlandia, Francia y Luxemburgo. En 2015 y 2016 se ha utilizado el PIB de 2014. Para agregar las distintas categorías por plazos dentro de cada país se utilizan los mismos pesos (volumen de operaciones) que en España, de manera que la comparación no se vea afectada por diferencias entre dichos pesos en una y otra área.
- b Los tipos de interés reales se han calculado restando a los tipos de interés nominales las expectativas de inflación a distintos horizontes obtenidas de los *swaps* de inflación para España. Para el crédito para vivienda se han usado las correspondientes a quince años; a cinco años, para el destinado a consumo y otros fines; y a diez años, para los préstamos a sociedades no financieras.
- c Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- d Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de dichas viviendas y del precio del metro cuadrado.
- e Incluye la riqueza financiera neta (activos financieros-pasivos) y la inmobiliaria.

Descargar

factores de naturaleza transitoria, hay que añadir la mejora en la competitividad, de carácter más estructural, que se analiza en detalle en el capítulo 2 de este Informe.

Se suavizaron las condiciones de financiación de los hogares y las empresas y siguió recuperándose la actividad en el mercado de crédito

Las condiciones de financiación de los hogares y las empresas continuaron suavizándose a lo largo de 2015, beneficiándose de las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE. Así, se redujeron los tipos de interés de las nuevas operaciones crediticias, de manera generalizada en todos los segmentos, y con mayor intensidad en los préstamos a empresas de menor tamaño, lo que se tradujo en una mayor proximidad a los costes de los créditos en otros países del área del euro. En media anual, los costes nominales de financiación descendieron el pasado ejercicio entre 60 pb y 110 pb, según los segmentos. En términos reales la caída fue algo menor (entre 40 pb y 90 pb), ya que las expectativas medias de inflación a largo plazo fueron en 2015 algo más reducidas que las de un año antes (véase gráfico 1.4). De acuerdo con la Encuesta de Préstamos Bancarios, a lo largo de 2015, los márgenes aplicados a los créditos ordinarios descendieron en todos los segmentos y los criterios de aprobación de préstamos se relajaron ligeramente en los destinados a hogares, mientras que no habrían variado en los concedidos a empresas. Por su parte, la Encuesta sobre Acceso al Crédito de las pymes revela una mejora sustancial en la percepción de estas compañías sobre su acceso a la financiación. La demanda de crédito tanto de las familias como de las sociedades aumentó, impulsada por la mejoría de las condiciones de financiación y por las expectativas más favorables de los demandantes de fondos. En el caso de las AAPP, el coste de financiación descendió algo en el tramo corto y medio de la curva de rentabilidades, mientras que en el largo, tras la significativa reducción de los dos años anteriores, osciló en torno a los niveles de finales de 2014.

La caída en los costes financieros ha mejorado los recursos disponibles para el gasto, que también se ha visto apoyado por la moderación en el ritmo de caída de los flujos netos de financiación

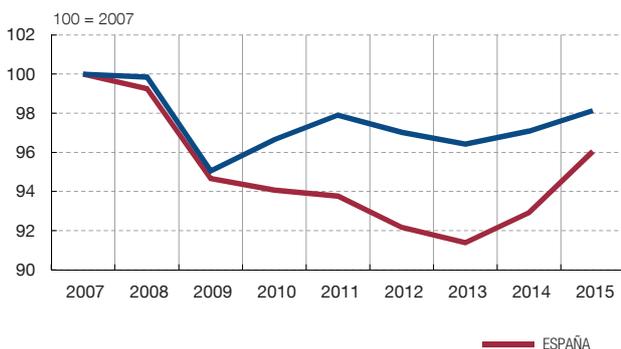
Tanto la recuperación de los flujos brutos de financiación como la reducción de los pagos asociados a la devolución de las deudas contraídas (resultado de los menores niveles de endeudamiento y de la caída de los costes de financiación) habrían resultado en un incremento del volumen de recursos disponibles para el gasto de empresas y hogares (véase panel 5 del gráfico 1.4). A pesar del aumento de las nuevas operaciones crediticias, los flujos netos agregados de financiación continuaron siendo negativos, aunque por importes cada vez más moderados. En concreto, la tasa interanual de disminución de la financiación a hogares se situó en el 2,1 % en diciembre de 2015, 1,4 pp menos que doce meses antes, y en las empresas se situó en el 0,9 %, reduciéndose la caída en 3,5 pp en relación con 2014.

El empleo creció con fuerza, de manera generalizada por sectores de actividad, aunque de forma más intensa en el caso de los contratos temporales

En el conjunto del ejercicio, el empleo continuó creciendo con intensidad, a ritmos del 3 % interanual, si bien a finales de 2015 se habrían recuperado solo alrededor del 30 % de los empleos perdidos entre 2008 y principios de 2014. Por ramas de actividad, el aumento del empleo fue generalizado, aunque fue algo más intenso en la industria y en la construcción. Por tipo de contrato, el repunte del empleo se concentró en los asalariados temporales, (véase panel 4 del gráfico 1.6), mientras que, por tipo de jornada, el avance de aquellos con jornada completa superó al observado entre los asalariados a tiempo parcial.

La tasa de desempleo intensificó su ritmo de descenso...

En el conjunto de 2015, la población activa moderó los descensos observados en los años anteriores, hasta el -0,1 %. La reducción en la parte final del año vino explicada, fundamentalmente, por la caída de la tasa de actividad, especialmente entre los jóvenes, que retomaron procesos de formación de manera más intensa. Esta disminución de la población activa, junto con el dinamismo del empleo, se tradujo en una reducción del número de desempleados de casi 680.000 personas en relación con el año anterior. La tasa de desempleo experimentó un descenso de 2,3 pp en el conjunto de 2015, hasta el 22,1 %, situándose en el primer trimestre de 2016 en el 21 %, casi 3 pp por debajo de la observada en el mismo período del año anterior (véase gráfico 1.5).

1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO PER CÁPITA  
(REAL EN PARIDAD DE PODER DE COMPRA) (a)

2 TASA DE PARO (b)



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

a Datos en frecuencia anual y en números índice.

b Datos brutos en frecuencia trimestral de las encuestas de población activa armonizadas.

[Descargar](#)

... en un contexto de moderación salarial

Los costes laborales unitarios prolongaron la pauta de moderación de los últimos años, si bien suavizaron su ritmo de caída. La remuneración por asalariado en la economía de mercado se estabilizó en 2015, al mostrar un ligero aumento, del 0,1 %, tras la caída registrada en 2014, del 0,6 %. Por su parte, los incrementos salariales pactados en la negociación colectiva presentaron una cierta tendencia al alza en el último tramo del año, tendiendo a converger hacia el límite superior del 1 % previsto en la recomendación incluida en el Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva firmado a mediados del pasado año por los agentes sociales. Como ha sido habitual en anteriores fases de recuperación, se moderó el dinamismo de la productividad aparente del trabajo, que creció un 0,3 % en la economía de mercado (0,9 % en 2014).

La inflación mostró una trayectoria descendente a partir de agosto, mientras que los componentes no energéticos mantuvieron una aceleración gradual a lo largo del año

La tasa de inflación, medida a partir del IPC, presentó en 2015 una variación negativa, con un retroceso del 0,5 %, frente al 0,2 % del año previo. Al igual que en 2014, el perfil de retroceso interanual del IPC a lo largo del año estuvo fuertemente influenciado por el efecto de la evolución del precio del petróleo, que aceleró sus caídas a partir de agosto. Por su parte, el IPC no energético y el IPSEBENE mantuvieron una senda de lenta y gradual aceleración, de modo que ambos índices mostraron tasas interanuales en diciembre del 0,9 % y el 1,1 %, respectivamente (véase gráfico 1.2). Dichos avances están en línea con la fortaleza de la demanda interna y con la paulatina reducción del grado de holgura cíclica de la economía, que determinaron un ajuste menos acusado en los costes laborales y un crecimiento más moderado que en años anteriores del excedente bruto.

#### 2.4 HACIA UNA NUEVA FASE DEL CICLO ECONÓMICO

La menor contribución de algunos de los factores transitorios que han impulsado la actividad recientemente apunta a crecimientos de la economía más moderados a corto y medio plazo...

Tras la doble recesión que finalizó a mediados de 2013, la economía española ha consolidado una fase de recuperación cíclica significativamente más intensa que la del promedio de sus socios europeos. No obstante, la expansión actual difícilmente se podrá seguir apoyando en la misma medida en que lo hizo el pasado año en los factores expansivos señalados anteriormente. En concreto, cabe esperar que, en ausencia de nuevas perturbaciones, aquellos de naturaleza más transitoria, como los observados desde mediados de 2014 y comentados en la sección anterior, comiencen a ver reducido su impacto sobre las tasas de crecimiento<sup>2</sup>. De este modo, es previsible que el crecimiento de la economía española se mantenga en niveles más moderados que los registrados el pasado año, tal y como se recoge en las últimas proyecciones macroeconómicas realizadas por el Banco de España, de acuerdo con las cuales el PIB crecería a un ritmo del 2,7 % en 2016 y del 2,3 % en 2017.

<sup>2</sup> Véase el «Informe trimestral de la economía española», en el *Boletín Económico* del Banco de España de marzo de 2016.

... y los riesgos para el crecimiento se han intensificado como resultado de la incertidumbre sobre la economía global, la necesidad de retomar la senda de consolidación fiscal y las dudas sobre las políticas económicas internas

### 3 Los retos pendientes de la economía española y el papel de las políticas económicas

Restablecer los equilibrios macrofinancieros y elevar la productividad resulta imprescindible para seguir avanzando en la recuperación de los niveles de actividad y empleo

#### 3.1 LA REDUCCIÓN DEL DESEMPLEO

La persistencia de elevadas tasas de desempleo aumenta la probabilidad de que este se convierta en estructural

El nuevo marco regulatorio del mercado laboral facilita una mayor adecuación de los salarios a la situación macroeconómica y a las propias condiciones de la empresa, lo que ha favorecido el crecimiento del empleo

En el plano internacional, diversos factores, como la desaceleración (en situación de recesión en algún caso) de algunas de las principales economías emergentes, los conflictos geopolíticos en ciertas áreas, la debilidad del comercio mundial, el exceso de oferta en el mercado del petróleo o la baja rentabilidad de las entidades bancarias, configuran un panorama complejo para la economía global. A nivel interno, la necesidad de retomar y culminar el proceso de consolidación fiscal, que resulta esencial para preservar la confianza en la economía española, comportará costes en el corto plazo, aunque generará beneficios en el medio plazo. Por su parte, las incertidumbres ligadas al contexto político interno incrementan, a su vez, las dudas en torno al curso futuro de las políticas económicas y el desarrollo de las reformas necesarias para culminar los retos pendientes de la economía española y mejorar sus perspectivas de crecimiento futuro.

En relación con otras economías del área del euro, nuestro país sufrió con más intensidad la crisis económica (véase gráfico 1.5) y, a pesar de los avances que está propiciando la actual fase de recuperación en la absorción de los principales desequilibrios, la persistencia de algunos de ellos desvela ciertos elementos de vulnerabilidad y plantea retos de calado en el ámbito de las políticas económicas. A continuación, se subrayan los ajustes pendientes en los ámbitos del mercado laboral, la consolidación fiscal, el endeudamiento privado, la dependencia financiera frente al exterior y la productividad. Finalmente, se señalan brevemente algunos retos pendientes en la construcción de la UEM.

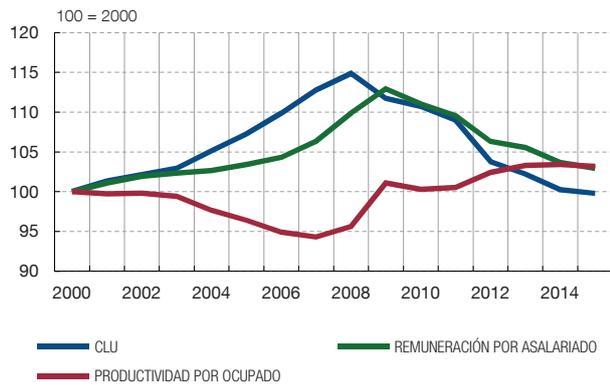
A pesar de su buen comportamiento reciente, el mercado de trabajo español se enfrenta al reto de reducir el elevado desempleo, para evitar que una parte considerable de él se convierta en estructural, y para favorecer un comportamiento más dinámico de la productividad (véase recuadro 1.2). En efecto, la tasa de paro se redujo a principios de 2016 hasta el 21 %, casi 6 pp por debajo del máximo de 2013, pero todavía se sitúa muy por encima de la observada en otros países europeos. Por otro lado, esta reducción no se ha trasladado con una intensidad suficiente a los colectivos que llevan más tiempo desempleados. De hecho, el porcentaje de paro de larga duración (más de un año en esa situación) todavía permanece en el 57,7 % a principios de 2016. La persistencia de una tasa de desempleo tan alta es uno de los factores principales a la hora de explicar el incremento de la desigualdad de la renta en España. De hecho, en nuestro país, el comportamiento contracíclico de las medidas más comunes de desigualdad, que tienden a mostrar un aumento de esta en períodos de recesión, está estrechamente relacionado con la dinámica de los flujos de creación y destrucción de empleo, que es muy asimétrica entre distintos puestos de trabajo, atendiendo al nivel de cualificación requerida y al tipo de contrato laboral asociado<sup>3</sup>.

Las sucesivas reformas laborales aprobadas en los últimos años introdujeron modificaciones sustanciales en el diseño institucional de este mercado. Los análisis disponibles acerca de sus efectos revelan que estas reformas, especialmente la de 2012, habrían facilitado la moderación salarial, al favorecer una mayor adecuación de las condiciones laborales a un entorno caracterizado por la debilidad de la demanda y el elevado desempleo<sup>4</sup>, que ha

3 Véase S. Bonhomme y L. Hospido (2012), *The Cycle of Earnings Inequality: Evidence from Spanish Social Security Data*, Documentos de Trabajo, n.º 1225, Banco de España.

4 Véanse M. Izquierdo, A. Lacuesta y S. Puente (2013), «La reforma laboral de 2012: un primer análisis de algunos de sus efectos sobre el mercado de trabajo», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España, y 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.

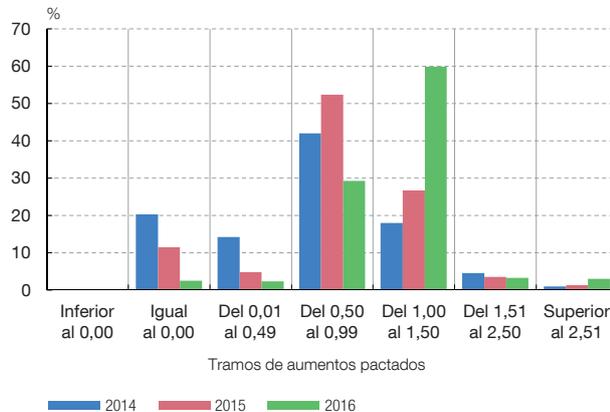
1 COSTES LABORALES UNITARIOS EN ESPAÑA RELATIVOS AL ÁREA DEL EURO



2 SALARIOS REALES. ECONOMÍA DE MERCADO (a)  
Tasas internuales



3 DISTRIBUCIÓN DE TRABAJADORES SEGÚN AUMENTO SALARIAL PACTADO (b)



4 RATIO DE TEMPORALIDAD (c)



FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

- a Deflactando la remuneración por asalariado nominal de la CNTR por el IPC o IPSEBENE. Las tasas están calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.
- b Año 2016 con información hasta marzo.
- c Porcentaje de asalariados temporales sobre total de asalariados, calculado con datos del segundo trimestre de cada año.

[Descargar](#)

resultado crucial para la recuperación de la competitividad de la economía española y del empleo (véase capítulo 2 de este Informe para un análisis más detallado).

En un entorno de inflación muy baja o incluso negativa, la flexibilidad salarial resulta esencial para sostener la actual senda de creación de empleo

En 2015, la pauta de contención salarial se mantuvo, si bien, en un entorno de inflación negativa, los salarios reales aumentaron un 0,5% en el sector privado, frente a los retrocesos experimentados en años anteriores (véase panel 2 del gráfico 1.6). Una parte de este aumento de las rentas salariales reales obedece al reciente abaratamiento del petróleo, a través de su impacto negativo sobre los precios de consumo. En este sentido, en un contexto de baja inflación generalizada en el área del euro y crecimientos modestos de la productividad, como el que se proyecta para la economía española en los próximos trimestres, un exceso de rigidez a la baja de los salarios nominales podría dificultar la consolidación de las ganancias de competitividad obtenidas en los últimos años (véase panel 1 del gráfico 1.6).

El vínculo de los salarios con las condiciones específicas de las empresas continúa siendo escaso...

La consolidación de una senda de crecimiento equilibrado pasa también por un proceso de reasignación del empleo entre empresas y ramas de actividad que requiere de ajustes de los precios y costes relativos, de modo que los salarios se vinculen a las condiciones específicas de los distintos sectores y empresas. Si bien la relación entre los incrementos

salariales negociados y la situación cíclica de los distintos sectores productivos ha aumentado en los últimos años, esta sigue siendo reducida<sup>5</sup>.

... en un entorno en el que el peso de los convenios colectivos de empresa sigue siendo muy bajo

Detrás de este fenómeno, se encuentra una estructura de la negociación colectiva caracterizada por la prevalencia de convenios sectoriales, con una escasa incidencia de los convenios de empresa, que afectan en la actualidad solo al 6 % de los trabajadores. Asimismo, la información individual de los convenios colectivos pone de manifiesto una reducida dispersión de los incrementos salariales entre empresas acordados en los dos últimos años (véase panel 3 del gráfico 1.6), lo que puede reducir los incentivos para la reasignación eficiente de recursos entre actividades. Además, los convenios sectoriales plantean obstáculos a la entrada de empresas nuevas, que deben igualar, desde su creación, las condiciones laborales pactadas en los convenios de ámbito superior.

El crecimiento del empleo se sigue concentrando en la contratación temporal, sin que este aspecto se haya corregido en las sucesivas reformas laborales...

El dinamismo del empleo en 2015 se concentró en los asalariados temporales, que repuntaron un 8,3 %, frente al 1,9 % de los trabajadores indefinidos, lo que elevó la ratio de temporalidad hasta el 25,7 % a finales de año, casi 4 pp por encima de su nivel a principios de 2013, cuando esta tasa alcanzó su mínimo cíclico (véase panel 4 del gráfico 1.6). Un análisis desagregado a nivel sectorial, en el que se relaciona la variación de la ratio de temporalidad con el crecimiento del empleo, sugeriría que este incremento reciente de la temporalidad se corresponde con el comportamiento esperado en un período expansivo de acuerdo con los patrones históricos, sin que se detecte ningún cambio reciente que pueda ser atribuido a los diferentes cambios legales aprobados en los últimos años.

... mientras que el ritmo de destrucción de empleo indefinido se ha frenado

El aumento reciente de la temporalidad está vinculado al repunte observado en las salidas del desempleo hacia un empleo temporal, en un contexto en el que los flujos hacia el empleo indefinido han repuntado ligeramente. Asimismo, tampoco se observa un aumento significativo de las conversiones de contratos temporales en indefinidos, que habían mostrado una tendencia claramente descendente desde el inicio de la crisis y que, en el período más reciente, se mantienen en niveles reducidos. Sí se observa, sin embargo, un mejor comportamiento de los flujos de destrucción de empleo indefinido, que se habrían moderado en 2015 hasta alcanzar niveles similares a los observados antes de la crisis. Por el contrario, la destrucción de empleo temporal todavía mantiene cotas elevadas.

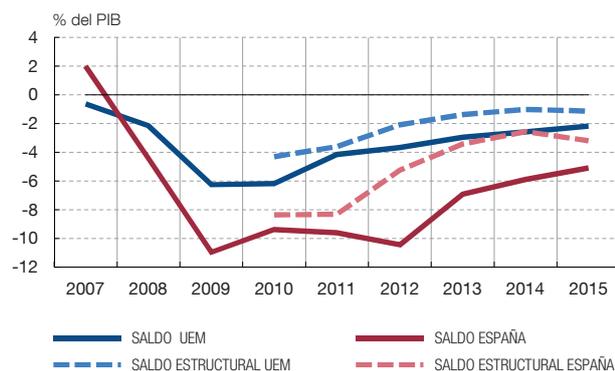
Por tanto, resultan necesarias actuaciones adicionales que aceleren la caída del desempleo y reduzcan la temporalidad

La reducción del desempleo exige actuaciones adicionales que, en primer lugar, permitan a las empresas optar por una adecuación de las condiciones laborales a su situación específica y refuercen su flexibilidad interna, en línea con las instituciones del mercado de trabajo existentes en otros países europeos. Asimismo, se debe potenciar el atractivo de la contratación indefinida, evitando que una excesiva protección de este tipo de empleo acabe desincentivando la creación de puestos de trabajo estables. Finalmente, las políticas activas deberían contribuir a aumentar la empleabilidad de aquellos trabajadores que han acumulado mucho tiempo en el desempleo y presentan niveles de cualificación inferiores a los requeridos por las empresas. En este ámbito, resulta crucial mejorar la vinculación entre políticas activas y pasivas, modernizar los servicios públicos de empleo e incrementar los recursos disponibles en las políticas activas por desempleado. En particular, sería deseable relanzar las actividades de formación y orientación, que, en comparación con otros países europeos, son relativamente escasas en España, frente a un peso elevado de los incentivos a la contratación, cuya efectividad suele ser limitada<sup>6</sup>. Además, resulta necesario promover una evaluación rigurosa de las diferentes actuaciones que permita dirigir los recursos hacia las políticas más efectivas.

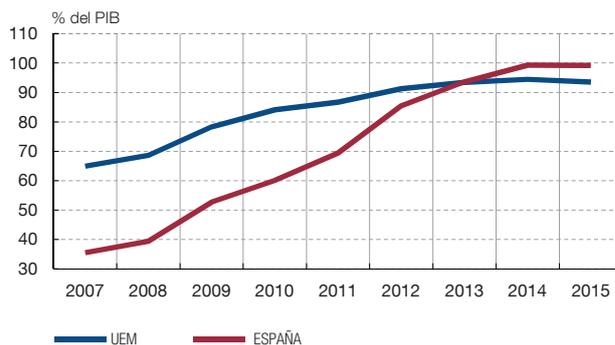
5 Véase P. Font, M. Izquierdo y S. Puente (2015), «Real wage responsiveness to unemployment in Spain: Asymmetries along the business cycle», *IZA Journal of European Labor Studies*.

6 Véase J. M. Arranz, C. García Serrano y V. Herranz (2013), «Active labour market policies in Spain: A macroeconomic evaluation», *International Labour Review*.

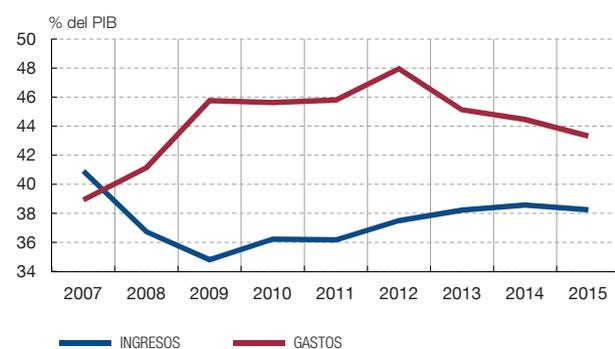
1 SALDO Y SALDO ESTRUCTURAL (a)



2 DEUDA PDE



3 INGRESOS Y GASTOS AAPP



4 SALDO AAPP POR SUBSECTORES



FUENTES: AMECO y Banco de España.

a Es el saldo observado, ajustado del ciclo y neto de medidas transitorias.



### 3.2 LA CONSOLIDACIÓN FISCAL

La política fiscal presentó en 2015 un deterioro del déficit público estructural...

De acuerdo con la última notificación del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE), las AAPP españolas registraron un déficit del 5,1 % del PIB, frente al 5,9 % del año previo. Esta reducción del saldo deficitario se debió exclusivamente a la mejora cíclica de la economía, mientras que el déficit público primario estructural, que mide la orientación de la política fiscal, aumentó en 1 pp de PIB, y el déficit estructural total se situó cerca del 3 % del PIB, de acuerdo con las últimas estimaciones de la Comisión Europea. De este modo, en 2015 se interrumpió el tono contractivo de la política presupuestaria que se había observado entre 2010 y 2014, cuando el déficit estructural mejoró 5,2 pp de PIB (véase panel 1 del gráfico 1.7). El fuerte ritmo de avance del producto junto con un ajuste déficit-deuda muy favorable<sup>7</sup>, permitió compensar el todavía elevado déficit público, lo que situó la ratio de deuda pública sobre el PIB en el 99,2 % (99,3 % en 2014) (véase panel 2 del gráfico 1.7).

7 El ajuste déficit-deuda permite reconciliar los datos de déficit de las AAPP con los de las variaciones de la ratio de deuda. En concreto, en este ajuste se refleja, además de las operaciones que no afectan al déficit pero sí a la deuda pública, la necesidad de financiar la adquisición neta de activos financieros. En 2015 hubo ventas netas de activos financieros por un importe de 16,5 mm, lo que permitió reducir la ratio de deuda en 1,5 puntos de PIB. En concreto, hubo reintegros relacionados con los préstamos concedidos en años previos a través del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, así como con el Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico y el Fondo para la Reestructuración Ordenada Bancaria. Además, se liquidaron algunos activos financieros, entre los que cabe destacar la privatización parcial de AENA. Para más detalle, véase M. Delgado, B. García, L. Gordo y F. Martí (2016), «La evolución de la deuda pública en España en 2015», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España.

... que provocó una desviación significativa del déficit público respecto al objetivo marcado por las autoridades europeas

Esta evolución ha supuesto un incumplimiento significativo en 2015, de cerca de 1 pp de PIB, del objetivo de déficit público del 4,2% marcado por las autoridades europeas en el contexto del Procedimiento de Déficit Excesivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Por subsectores (véase panel 4 del gráfico 1.7), la desviación se debió a los mayores déficits con respecto a sus objetivos de las CCAA (en 1 pp) y la Seguridad Social (en 0,7 pp), que en parte se vieron compensados por un comportamiento mejor de lo esperado de la Administración Central (en 0,2 pp) y las CCLL (en 0,4 pp). El incumplimiento de los objetivos por parte de las CCAA fue generalizado, puesto que solo tres de ellas cumplieron con las metas establecidas. Por componentes (véase panel 3 del gráfico 1.7), la comparación de los datos de 2015 con las estimaciones proporcionadas en el Plan Presupuestario de las AAPP remitido por el Gobierno a la CE en septiembre de 2015 muestra que la desviación del déficit se debió esencialmente a un crecimiento del gasto público por encima del previsto (en 1,4 pp del PIB).

La corrección del desequilibrio fiscal resulta prioritaria...

Los retos que para el conjunto de la economía plantea el desequilibrio fiscal existente, incluso bajo la perspectiva de su reducción gradual, no deben minimizarse<sup>8</sup>. Volúmenes altos de déficit y deuda pública sostenidos durante períodos prolongados suelen estar asociados, en general, a mayores tipos de interés y, por tanto, a menores tasas de inversión privada y crecimiento en el medio plazo. En particular, la sostenibilidad de un nivel elevado de deuda pública normalmente requiere la obtención recurrente de superávits presupuestarios primarios significativos, lo que puede afectar adversamente al crecimiento potencial de la economía si, por ejemplo, la política fiscal comportara niveles de imposición desfavorables al crecimiento o menores niveles de gasto productivo. Por otro lado, un nivel de déficit y de deuda pública elevados reduce el margen de maniobra para que la política fiscal pueda ejercer un papel contracíclico, una palanca que es particularmente valiosa en el seno de una unión monetaria. Asimismo, la necesidad de apelar recurrentemente a los mercados financieros para refinar un volumen elevado de deuda y el déficit corriente aumenta la vulnerabilidad de la economía ante posibles reacciones adversas del sentimiento inversor, tal y como se ha evidenciado en los sucesivos episodios de tensionamiento que han sufrido diversos mercados de deuda soberana europea desde 2010.

... lo cual exige la definición de un programa detallado de consolidación de medio plazo y la aplicación estricta de los mecanismos preventivos y coercitivos de la Ley de Estabilidad Presupuestaria

La magnitud de los ajustes pendientes para situar las finanzas públicas en una situación saneada es todavía significativa<sup>9</sup>, lo que pone en evidencia la necesidad de definir una senda de consolidación de medio plazo en la que se detallen las medidas necesarias para garantizar el cumplimiento de los objetivos fiscales que cubra a todas y cada una de las distintas administraciones públicas (Administración Central, Seguridad Social, CCAA y CCLL), y se encuentre anclado en una previsión prudente de la evolución macroeconómica y de los ingresos públicos. En este sentido, la Comisión Europea publicó el pasado 18 de mayo una recomendación en la que solicita una mejora de carácter estructural del saldo del conjunto de las Administraciones Públicas españolas del 0,25% y 0,5% del PIB, en 2016 y 2017, respectivamente, lo que, según la CE, permitiría situar el déficit en el 3,7% y 2,5% del PIB en dichos ejercicios. De esta forma, se pospondría en un año, hasta 2017, la salida de España de la situación de déficit excesivo.

En paralelo, se debe garantizar la utilización de todos los mecanismos preventivos y coercitivos de la Ley de Estabilidad Presupuestaria en el ámbito del conjunto de las Administraciones Públicas<sup>10</sup>. Asimismo, en un contexto en que se han generalizado los mecanismos de apoyo a la liquidez de las CCAA por parte de la Administración Central, resulta necesario

8 Véase recuadro 4.2 del *Informe Anual* del Banco de España de 2013.

9 Se puede dar una idea aproximada de los retos pendientes a partir de un ejercicio sencillo de simulación contable basado en la restricción presupuestaria de las AAPP. Si se asume que, a partir de 2016, todos los años, el saldo primario de las AAPP se va a situar en el 2% del PIB (frente al déficit primario del 2% observado en 2015) y el crecimiento del PIB nominal en el 3,5%, la ratio de deuda pública sobre el PIB no bajará del 60% antes de 2030.

10 Véase P. Hernández de Cos y J. Pérez (2013), «La nueva ley de estabilidad presupuestaria», *Boletín Económico*, abril, Banco de España.

que se apliquen de manera estricta los elementos explícitos de condicionalidad sobre la actuación presupuestaria de las Administraciones afectadas<sup>11</sup>.

La consolidación fiscal debe venir acompañada de un diseño de los principales elementos presupuestarios más favorecedor de la actividad y del empleo...

Por otra parte, en un escenario de prolongación del proceso de consolidación presupuestaria, cobra especial importancia la composición del ajuste, de forma que se favorezca una mayor contribución de las finanzas públicas al crecimiento potencial de la economía. En este sentido, se debe seguir avanzando en la racionalización y eficiencia del gasto público y considerar una revisión de la cesta de impuestos que permita obtener de forma estable los ingresos necesarios para financiar el nivel deseado de gasto público (véase panel 3 del gráfico 1.7). Las propuestas de los expertos y los organismos internacionales sugieren que existe margen para considerar una recomposición de la imposición, otorgando un mayor peso a la de carácter indirecto, así como una racionalización adicional de la amplia gama de deducciones, bonificaciones y reducciones que erosionan la capacidad recaudatoria.

... y de una estrategia con la que abordar los retos pendientes que plantea el envejecimiento de la población para las finanzas públicas

Desde una perspectiva de medio y largo plazo, es prioritario afrontar los retos derivados del impacto del envejecimiento de la población sobre las finanzas públicas y, en particular, sobre el sistema de pensiones. Las reformas introducidas en los últimos años van en esta dirección, al incorporar una elevación progresiva de la edad de jubilación, la definición de un factor de sostenibilidad, que vincula la pensión inicial a los desarrollos futuros de la esperanza de vida, y un nuevo mecanismo de indexación de las pensiones, que condiciona su evolución al equilibrio del sistema<sup>12</sup>. Estas reformas han reforzado sustancialmente la sostenibilidad del sistema, si bien su adecuación a las necesidades de una población progresivamente más envejecida plantea retos notables. En concreto, en ausencia de modificaciones adicionales de los ingresos del sistema, el mecanismo de ajuste se produce principalmente a través de la pensión media<sup>13</sup>, lo que, en un contexto de crecimiento significativo de la tasa de dependencia, implica la necesidad de analizar la posible incorporación de otras fuentes de financiación al sistema, delimitar los conceptos que se financian a través de él y, en su caso, desarrollar los mecanismos de seguro y ahorro que ayuden a complementar en el futuro las pensiones del sistema público de reparto, como los que ya se han implantado en otros países. Además, el nuevo sistema puede aumentar la incertidumbre sobre la evolución del nivel futuro de las pensiones, por lo que su instrumentación debe realizarse con la mayor transparencia posible, de acuerdo con los mecanismos que contempla la ley, con objeto de dotar a la población de la información necesaria sobre su pensión futura y permitir a los individuos tomar decisiones óptimas de ahorro durante su vida laboral para afrontar el período de jubilación.

### 3.3 EL DESAPALANCAMIENTO PRIVADO

En 2015, continuó la reducción de la ratio de endeudamiento de empresas y familias apoyada en mayor medida en el avance de las rentas...

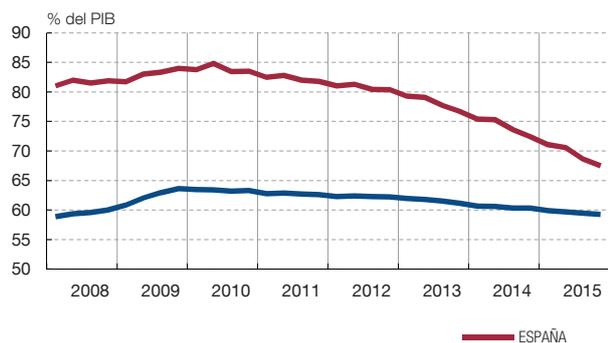
Las ratios de endeudamiento de las familias y de las empresas españolas siguieron descendiendo en 2015, hasta alcanzar, respectivamente, el 67% y el 86% del PIB (véanse paneles 1 y 2 del gráfico 1.8). De este modo, dichas ratios acumulan retrocesos de 17 pp y 32 pp, respectivamente, desde los máximos alcanzados a mediados de 2010. Asimismo, la brecha entre los niveles de endeudamiento en España y en el área del euro ha descendido hasta situarse en 8 pp y 7 pp, respectivamente, lo que sugiere que el proceso de desapalancamiento del sector privado se encuentra en una fase avanzada. Además, este proceso se está tornando progresivamente menos costoso, al descansar en menor medida que en el pasado en flujos de financiación netos negativos y más en el avance de las rentas.

11 Véase M. Delgado, C. González y J. J. Pérez (2016), «El acceso a la financiación de los mercados por parte de la Administración Regional: experiencia internacional y desarrollos recientes», *Boletín Económico*, febrero, Banco de España.

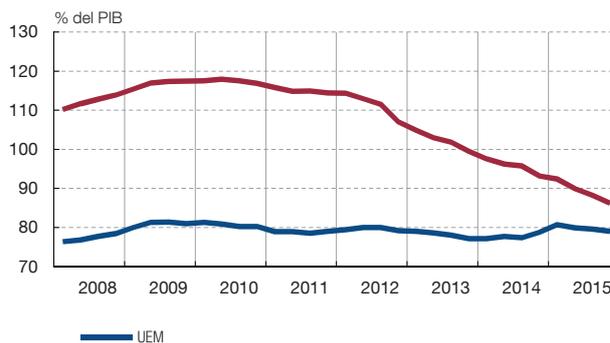
12 Véase R. Ramos (2014), «El nuevo factor de revalorización y de sostenibilidad del sistema de pensiones español», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España.

13 A. R. Sánchez (2014), *The automatic adjustment of pension expenditures in Spain: an evaluation of the 2013 pension reform*, Documentos de Trabajo, n.º 1420, Banco de España.

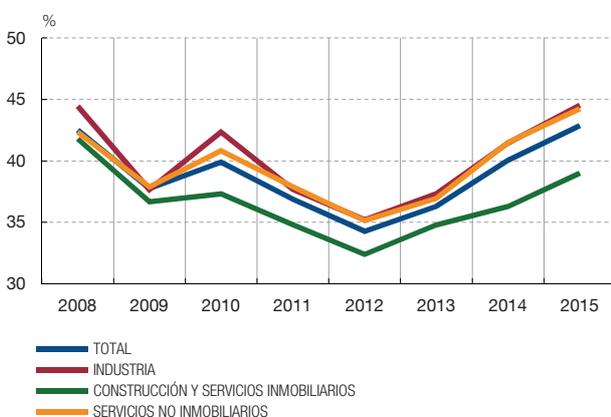
1 RATIO DE ENDEUDAMIENTO. HOGARES



2 RATIO DE ENDEUDAMIENTO. SOCIEDADES NO FINANCIERAS



3 PORCENTAJE DE EMPRESAS CUYO CRÉDITO NO DISMINUYE



4 PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES (a)



FUENTE: Banco de España.

a Los cálculos se han realizado con información cruzada de la Central de Información de Riesgos y de Central de Balances. La productividad total de los factores mide la relación entre el uso de factores productivos y la cantidad de producto obtenida, y aproxima el nivel de eficiencia de la empresa. Se obtiene a partir de regresiones realizadas a nivel sectorial del logaritmo del valor añadido bruto real sobre los logaritmos del capital total, los consumos intermedios y el empleo (se incluyen, además, efectos fijos temporales). Se alcanza, así, una aproximación de los pesos del capital y el empleo en la función de producción, con la que se calcula la productividad total de los factores a nivel de empresa. El gráfico recoge la evolución de la productividad mediana, calculada como la media ponderada de las medianas sectoriales, donde las ponderaciones se asignan en función del valor añadido bruto sectorial de cada rama de actividad. El valor resultante se normaliza tomando como referencia el valor en 2008 de la productividad mediana de las empresas cuyo crédito disminuye.



... que resultó compatible con una recuperación del flujo de nuevas operaciones de financiación

En 2015 se produjo un incremento de los flujos nuevos de financiación a familias y sociedades no financieras, lo que, junto con la disminución de la carga por intereses, favoreció el dinamismo del gasto. La Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIRBE) revela que la proporción de empresas no sujetas a procesos de desendeudamiento aumentó en 2015 por tercer año consecutivo, hasta situarse próxima al 43 %, registro casi 9 pp superior al de 2012. El flujo de financiación neto canalizado por estas compañías aumentó en casi 1 pp en relación con el PIB (véase panel 3 del gráfico 1.8). Del mismo modo, en el caso de los hogares se incrementó la proporción de individuos que mantienen sus deudas o las incrementan, así como también el flujo neto de financiación captado por ellos.

El descenso del saldo agregado de crédito a las empresas ha venido acompañado de una importante reasignación intersectorial e intrasectorial

La desaceleración en el ritmo de la contracción del crédito bancario a las empresas (de 5,2 pp, hasta el 1,6%) ha sido generalizada por ramas de actividad, si bien el retroceso continuó siendo más intenso en aquellas ligadas al mercado inmobiliario. En el sector industrial, el saldo vivo de los préstamos descendió un 1,6%, mientras que, en la construcción y los servicios inmobiliarios, las caídas siguieron siendo notables (del 11,8 % y 10,4 %, respectivamente), aunque inferiores a las de 2014. Además, se observaron signos que apuntan a que

los flujos de crédito tienden a dirigirse de forma creciente hacia las empresas más productivas y con una posición financiera más sólida (véase panel 4 del gráfico 1.8).

La mejora en la solvencia y liquidez de las entidades de crédito ha contribuido también a la recuperación de la financiación a hogares y sociedades...

En el caso de las entidades de crédito, la mejora de su situación financiera ha contribuido también a la recuperación del flujo de financiación a hogares y sociedades no financieras. Así, las entidades de depósito continuaron reforzando su solvencia en 2015, de manera que la ratio de capital de mayor calidad (CET1) se elevó hasta el 12,7 % (al 14,5 % la ratio total), tras mostrar un notable incremento durante el año, situándose claramente por encima de los mínimos regulatorios requeridos. Además, en un contexto de abundante liquidez, propiciada por las diversas medidas expansivas introducidas por el Eurosistema, estas continuaron financiándose holgadamente.

... si bien las entidades presentan rentabilidades reducidas

Con todo, las presiones sobre la cuenta de resultados se reflejaron en un descenso del 12,8 % del beneficio consolidado atribuido al grupo, de manera que la rentabilidad sobre recursos propios (ROE) descendió —del 6,9 % al 5,6 %, en parte también por el aumento de los fondos propios—, siguiendo la misma tendencia que en el resto de la UEM. Hay varios factores que presionan a la baja la rentabilidad de las entidades bancarias, especialmente en los negocios en España. En primer lugar, los bajos tipos de interés constriñen el margen de intermediación. En segundo lugar, esta situación se ve agravada porque el saldo vivo del crédito continúa disminuyendo, aunque a tasas cada vez menores. Por último, los activos dudosos y adjudicados, que no generan intereses, constituyen una parte relevante, aunque decreciente, del balance de las entidades<sup>14</sup>.

Todavía existe una proporción de agentes con una situación patrimonial vulnerable

La recuperación económica, que ha venido acompañada de un crecimiento de las rentas y un descenso del desempleo, junto con la caída de los tipos de interés, ha tenido un efecto favorable sobre la posición patrimonial de las familias y las empresas endeudadas, que ha sido comparativamente más acusado en aquellos segmentos con un mayor grado de presión financiera. La reducción del endeudamiento de estos agentes se ha visto beneficiada por la utilización de acuerdos de refinanciación y, en su caso, de reestructuración, a lo cual han contribuido las mejoras introducidas en los sucesivos cambios regulatorios de la ley concursal (véase recuadro 4.3 de este Informe). Aun así, la proporción de agentes en una situación de presión financiera elevada se sitúa todavía por encima de los niveles previos a la crisis, lo que supone un elemento de vulnerabilidad para el conjunto de la economía.

#### 3.4 LA MODERACIÓN DE LA POSICIÓN DEUDORA NETA CON EL EXTERIOR

La recuperación reciente del ahorro nacional está permitiendo financiar la inversión y obtener superávits recurrentes frente al exterior

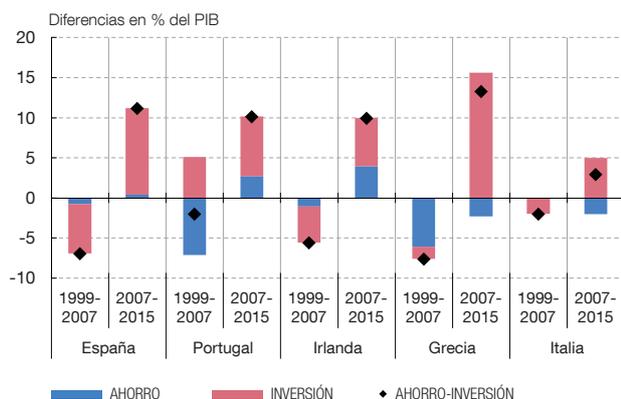
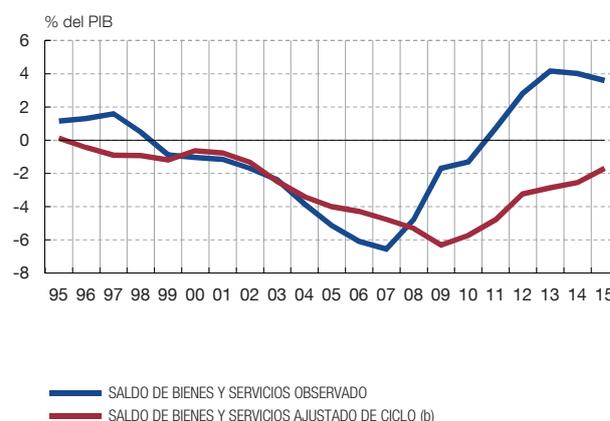
En 2015, continuaron produciéndose avances en el balance exterior, en términos tanto de la capacidad de financiación del conjunto de la nación como, en menor medida, de la posición de inversión internacional. En el primer caso, el saldo ha mejorado en torno a 11 pp de PIB desde 2007, como resultado, fundamentalmente, de la reducción de la inversión durante las fases más agudas de la crisis, en particular de la residencial, si bien en el período más reciente se ha observado una recuperación del ahorro nacional (véase gráfico 1.9).

Desde el comienzo de la crisis, se ha producido una mejora estructural del saldo comercial de bienes y servicios...

La reciente obtención de una capacidad de financiación exterior tiene un componente estructural que viene recogido por la mejora en la evolución del saldo comercial de bienes y servicios ajustado de ciclo (véase gráfico 1.9). Como se analiza con detalle en el capítulo 2, esta mejoría del componente estructural está relacionada con el ajuste de los costes

<sup>14</sup> En particular, el año pasado, los activos dudosos en España descendieron de manera generalizada a un mayor ritmo que el año anterior, con lo que la ratio de estos activos sobre crédito al sector privado residente descendió hasta el 10,1 %, a cierre del año, frente al máximo del 13,6 %, alcanzado dos años atrás.

1 CAMBIOS EN EL AHORRO E INVERSIÓN DE LA NACIÓN (a)

2 SALDO DE BIENES Y SERVICIOS  
Precios constantes de 2010

FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística y Fondo Monetario Internacional.

a La inversión se muestra con el signo cambiado.

b Saldo observado si tanto la economía española como la de sus principales socios comerciales hubieran crecido a una tasa similar a la de su PIB potencial.

... pero la posición deudora neta frente al exterior, aunque ya ha empezado a reducirse, se mantiene en niveles muy elevados y su corrección exige profundizar en las ganancias de competitividad

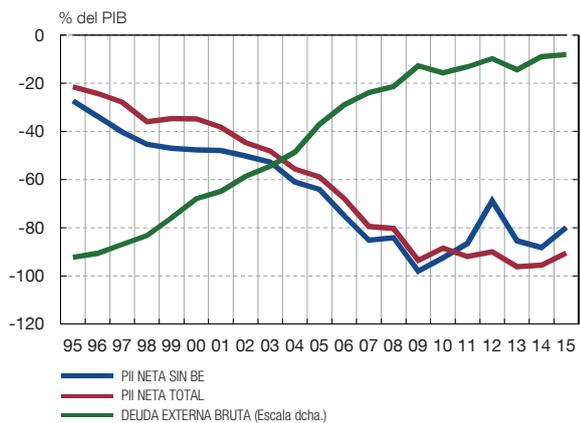
laborales y la moderación de los costes financieros. En particular, el ajuste competitivo llevado a cabo por la economía española en estos años ha favorecido un aumento de la propensión de las empresas a vender sus productos en el exterior y su posterior capacidad de consolidación.

A pesar de la reducción de la deuda privada, España mantiene un endeudamiento con el exterior muy alto, lo que constituye un importante elemento de vulnerabilidad frente a eventuales desarrollos adversos en los mercados internacionales. Así, al final de 2015 la posición de inversión internacional deudora neta (PII neta) se situaba en el 90,5 % del PIB, cifra muy elevada tanto si se compara con otros países de la zona del euro como con otras economías avanzadas, pero que consolida la tendencia descendente iniciada el año anterior. Con todo, las mejoras en la capacidad de financiación no se han reflejado en una disminución de igual magnitud del saldo deudor frente al resto del mundo. Ello obedece a la contribución negativa de los efectos de valoración y otros ajustes, que reflejan el aumento del precio de los pasivos exteriores derivado de la mayor confianza de los inversores internacionales en los activos de la economía española. Asimismo, se han producido cambios en la composición del pasivo externo, en términos de su exigibilidad (hacia un menor peso de los instrumentos representativos de deuda), el sector institucional emisor (mayor proporción de títulos emitidos por el sector público) y el plazo de vencimiento de los activos (mayor plazo medio), que, en su conjunto, pueden contribuir a atenuar algunos de los riesgos que plantea un volumen de pasivos frente al exterior tan elevado (véase gráfico 1.10). Con todo, la deuda externa bruta, que engloba los pasivos exigibles, se mantiene en un nivel muy elevado (167,9% del PIB a finales de 2015). Por todo ello, la corrección del elevado endeudamiento exterior requerirá obtener superávits por cuenta corriente de forma sostenida durante un período prolongado, para lo cual resulta imprescindible profundizar y afianzar las ganancias de competitividad alcanzadas durante los últimos años.

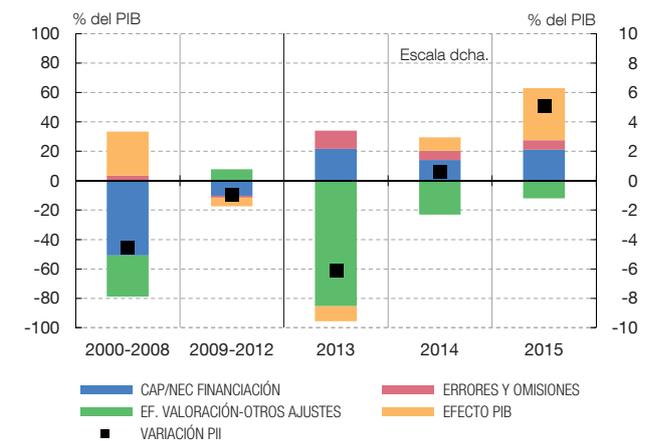
### 3.5 LA MEJORA DE LA PRODUCTIVIDAD

Las estimaciones disponibles del crecimiento del producto potencial de la economía española muestran una reducción desde el entorno del 3 % en el período 2001-2007 hasta

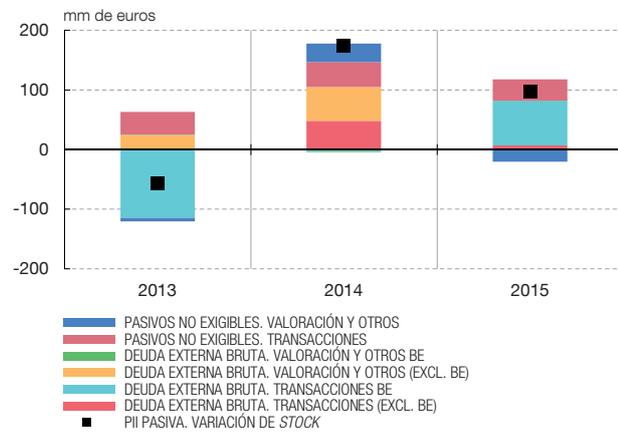
1 EVOLUCIÓN DE LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL (PII) NETA Y DE LA DEUDA EXTERNA BRUTA (a)



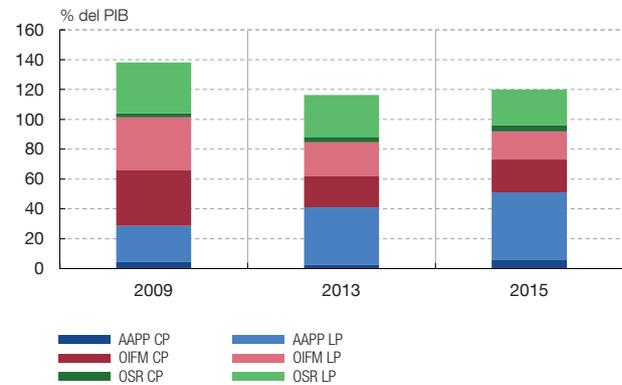
2 DETERMINANTES DE LA VARIACIÓN DE LA PII NETA (b)



3 DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DE LOS PASIVOS EXTERIORES (c) (d)



4 ESTRUCTURA DE LA DEUDA EXTERNA BRUTA POR SECTOR INSTITUCIONAL Y PLAZO DE EMISIÓN (e) (f)



FUENTE: Banco de España.

- a La deuda externa bruta es el monto pendiente de reembolso en un determinado momento de los pasivos corrientes reales y no contingentes asumidos por residentes de una economía frente a no residentes con el compromiso de realizar en el futuro pagos de principal, intereses o ambos. Incluye, por tanto: títulos de deuda, derechos especiales de giro asignados y depósitos, préstamos, créditos comerciales y otros pasivos.
- b Los efectos de valoración son las revalorizaciones por tipo de cambio y/o por precio de los instrumentos financieros, mientras que los otros ajustes son otros cambios de volumen, entre los que destacan cancelaciones contables por reconocimiento de la imposibilidad de recuperación de fondos, reclasificaciones de activos y/o pasivos y cambios de residencia de tenedores o emisores de activos financieros y pasivos.
- c Los pasivos no exigibles incluyen las acciones y las participaciones de capital, los derivados financieros y las reservas. Los pasivos exigibles coinciden con la deuda externa bruta.
- d Las transacciones son las transacciones financieras entre residentes y no residentes.
- e Las OIFM son las Otras Instituciones Financieras y Monetarias, y los OSR son los Otros Sectores Residentes, que incluyen las instituciones financieras no monetarias, las empresas no financieras, y los hogares y las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.
- f CP y LP se corresponden con la clasificación de plazo de emisión en función de si el vencimiento es a corto plazo o a largo plazo, respectivamente.



El crecimiento potencial se redujo de forma significativa durante la crisis, fruto de la menor aportación de los factores productivos...

alrededor del 0,6 %, en el promedio, entre 2008 y 2014<sup>15</sup>. En el anterior ciclo expansivo, el aumento del crecimiento potencial se basó en la acumulación de factores productivos, con una contribución ligeramente negativa de la productividad total de los factores (PTF) (véase cuadro 1.2). Este patrón revirtió con el inicio de la crisis, dando lugar a una menor contribución del capital y a una aportación negativa del empleo derivada del descenso poblacional —motivado por las salidas netas de emigrantes durante este período y por el

15 Véase P. Cuadrado y E. Moral (2016), *El crecimiento potencial de la economía española*, Documentos Ocasionales, n.º 1603, Banco de España.

CRECIMIENTO POTENCIAL Y CONTRIBUCIONES (a)

	2001- 2007	2008- 2014	2015- 2025
Crecimiento potencial	3,0	0,6	1,0
Contribuciones			
Empleo	1,6	-0,2	0,0
Horas por persona	-0,2	-0,1	-0,1
Personas	1,8	-0,1	0,1
Población de entre 15 y 64 años	1,0	0,0	-0,3
Tasa de actividad	0,9	0,3	0,1
NAIRU-CP	-0,1	-0,4	0,3
Capital	1,6	0,6	0,4
PTF	-0,1	0,2	0,6

DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD (b)

	A nivel de empresas		A nivel de sectores		
	1995- 2007	2008- 2013	1995- 2007	2008- 2013	
Intraempresa	7 %	-5 %	Intrasector	-115 %	186 %
Entre empresas	-107 %	105 %	Entre sectores	15 %	-86 %

FUENTES: Central de Balances del Banco de España y P. Cuadrado y E. Moral-Benito (2016), *El crecimiento potencial de la economía española*, Documentos Ocasionales, n.º 1603.

a Las cifras representan el crecimiento promedio del período.

b La productividad agregada puede expresarse como la media ponderada de la productividad de cada empresa (o de cada sector) con ponderaciones dadas por el peso de cada empresa (o de cada sector) en la actividad económica. Partiendo de esta media ponderada, puede descomponerse el crecimiento de la productividad en un término que recoge la suma de los crecimientos de productividad de cada empresa ponderados por el peso de cada empresa en la actividad económica (término intraempresa), y en otro término que se refiere a la suma de los cambios en los pesos de cada empresa ponderados por sus niveles de productividad (término entre empresas). Es decir, el término intraempresa (o intrasector) cuantifica la contribución al crecimiento agregado de la productividad del crecimiento de la productividad de las empresas (o sectores); el término entre empresas (o entre sectores) recoge la contribución de la reasignación de recursos entre empresas (o sectores) dada su productividad inicial. Para más detalles, véase L. Foster, J. Haltiwanger y C. Krizan (2006), «Market selection, reallocation, and restructuring in the US retail trade sector in the 1990s», *The Review of Economics and Statistics*, 88(4), pp. 748-758. En el período 1995-2007, los porcentajes suman -100% porque el crecimiento de la productividad fue negativo.

progresivo envejecimiento poblacional— y del aumento del desempleo estructural. Por el contrario, la productividad total de los factores pasó a mostrar una contribución ligeramente positiva.

... si bien se registró una ligera recuperación de la PTF, basada sobre todo en una mejor reasignación de los recursos entre empresas

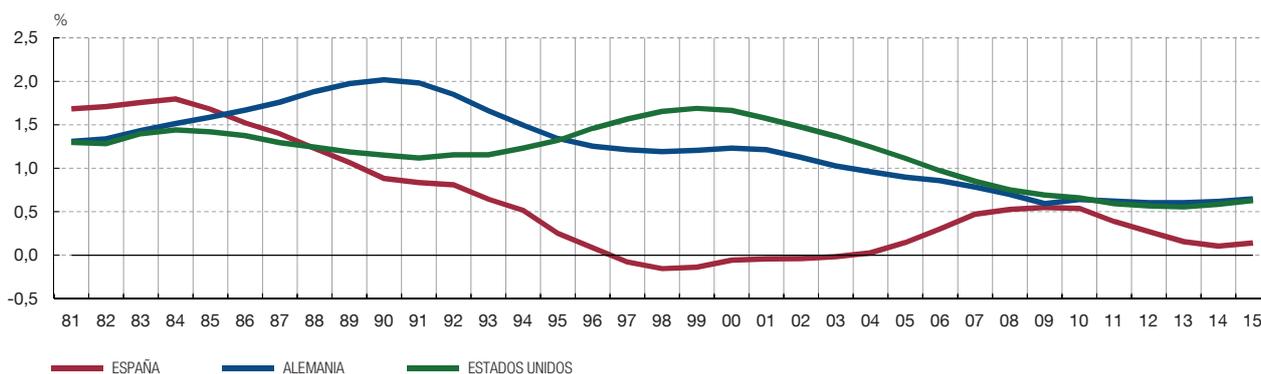
A efectos ilustrativos, el crecimiento agregado de la PTF se puede descomponer, por un lado, en la contribución procedente de la productividad media de las empresas, en cuya evolución influyen las mejoras intrínsecas en el nivel de capacitación de trabajadores y empresarios, la organización empresarial y la tecnología, y, por otro lado, en la que se deriva de la reasignación de recursos entre empresas con distinto nivel de productividad<sup>16</sup>. En el caso español, este segundo factor se ha revelado como el más relevante para explicar tanto el reducido crecimiento de la PTF en la anterior fase expansiva como la recuperación observada en el período más reciente (véase cuadro 1.2). Esta mejora estaría vinculada sobre todo a la destrucción de las empresas menos eficientes durante la recesión y la ganancia de cuota de mercado de aquellas más productivas dentro de cada sector de actividad, mientras que la reasignación sectorial estaría desempeñando un papel limitado.

La mejora del crecimiento potencial de la economía en el medio plazo depende crucialmente de que se logre alcanzar un mayor dinamismo de la productividad...

En todo caso, la PTF de la economía española todavía mantiene tasas de crecimiento significativamente inferiores a las de otros países desarrollados, como Estados Unidos o Alemania (véase gráfico 1.11). El aumento de la productividad resulta crucial para alcanzar tasas de crecimiento del producto potencial más elevadas en el medio plazo, dado el efecto negativo del envejecimiento progresivo de la población sobre él. Este debe ser un objetivo primordial de las reformas en los mercados de productos y de trabajo (véase recuadro 1.3).

<sup>16</sup> Es decir, este canal explica un aumento de la PTF derivada de una reasignación de recursos que aumente el peso de las empresas o sectores que presenten mayores niveles de productividad relativos.

CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES



FUENTES: Comisión Europea, *Competitiveness Research Network* del Banco Central Europeo y Banco de España.

... lo que apunta a la necesidad de introducir reformas que generen un comportamiento más eficiente de algunos sectores

Converger a los niveles de productividad de aquellas economías de nuestro entorno que presentan un mejor desempeño en este aspecto requiere, por tanto, favorecer un aumento de la productividad media de las empresas, lo cual exige, en primer lugar, una mejora de la regulación de ciertos sectores cuyo funcionamiento resulta esencial para la actividad empresarial (véase el capítulo 4 de este Informe). En este sentido, se han aprobado algunas reformas en los últimos años, pero otras están aún pendientes. Así, en el caso del sector eléctrico se han adoptado medidas para la contención del déficit de tarifa y se ha procedido a la apertura de una nueva interconexión con Francia, si bien el precio de la electricidad que finalmente pagan empresas y consumidores sigue siendo elevado en relación con otros países de nuestro entorno. Los indicadores disponibles muestran mayores restricciones regulatorias en otros factores de producción importantes, como el transporte o los servicios profesionales<sup>17</sup>. Estos sectores tienden también a presentar márgenes más elevados en España que en otros países desarrollados, que habrían tendido a aumentar a lo largo de la crisis<sup>18</sup>.

En este contexto, es preciso favorecer una selección rigurosa de los proyectos de infraestructuras...

La dotación de infraestructuras y el capital humano y tecnológico son también condicionantes fundamentales de la productividad del tejido empresarial. En el primer caso, durante el período de expansión económica previo a la crisis se igualó el volumen de capital público per cápita de España con el de la UEM, cuando en 1995 era un 15 % inferior en nuestro país. Sin embargo, la inversión pública ha sido una de las partidas de gasto público más afectadas por el proceso de reducción del déficit público. La necesidad de seguir avanzando en la consolidación fiscal exigirá una evaluación económica estricta de los diferentes proyectos que permita una selección de aquellos con mayor valor añadido.

... el fomento de la acumulación de capital humano...

En el caso del capital humano, se ha observado una mejoría muy significativa en las últimas décadas, si bien existe todavía un margen de convergencia educativa de la población activa en comparación con la de otros países europeos. En particular, el sistema educativo español destaca por el elevado abandono escolar, la infrutilización del sistema de formación profesional y un

17 Véase J. S. Mora-Sanguinetti y M. Martínez (2014), «La regulación en el mercado de productos en España según los indicadores de la OCDE», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.

18 Véanse Amador, Di Comite, Fuss, Hagemeyer, Montero y Soares (2015), *Price-cost margin dynamics and heterogeneity: Evidence from European firm-level data*, Documento de Trabajo del Banco Central Europeo, de próxima publicación, y Soares (2016), *Price-cost margin and bargaining power: A cross-country analysis using firm-level data*, Documento de Trabajo del Banco Central Europeo, de próxima publicación.

nivel de calidad reducido<sup>19</sup>. La crisis económica ha provocado, además, una concentración de la destrucción de empleo en los colectivos con menor nivel de cualificación y, de esta forma, ha elevado sustancialmente el grado de desajuste educativo entre la oferta y la demanda de trabajo, lo que podría dificultar la empleabilidad de los grupos menos cualificados (véase recuadro 1.2).

... del capital tecnológico...

En cuanto al capital tecnológico, España se caracteriza, de nuevo, por presentar niveles más reducidos que los de otros países desarrollados. En concreto, el *stock* de capital tecnológico, como porcentaje del PIB, se situó un 36 % por debajo de la media de los países del área del euro en 2013 (véase el capítulo 4 de este Informe). Esta situación afectaría tanto al sector público como, sobre todo, al privado y estaría relacionada con aspectos como la formación relativa de los trabajadores, el excesivo peso de las empresas de tamaño reducido, que habitualmente presentan una menor propensión a innovar, y el limitado desarrollo de canales financieros alternativos, como el de capital-riesgo, ampliamente utilizado en otros países por nuevas empresas de base tecnológica. Asimismo, se observa una reducida capacidad de absorción tecnológica por parte de las empresas españolas, mientras que el sistema público de investigación se caracteriza por un tejido fragmentado y con escasa conexión con el sistema empresarial.

... la mejora de la calidad institucional...

La calidad del marco institucional también se ha demostrado relevante a la hora de explicar las diferencias de productividad entre países<sup>20</sup>. En este sentido, los indicadores que aproximan el marco legal y administrativo en el que interactúan el sector público y el sector privado muestran que España tiene un amplio margen de mejora en este ámbito<sup>21</sup>. Asimismo, según distintas fuentes de información estadística, el sistema judicial español presenta índices de eficiencia que se sitúan por debajo de los de otros países comparables, mientras que nuestra tasa de litigación es más elevada<sup>22</sup>, lo que pone de manifiesto la necesidad de identificar los factores que se encuentran detrás de estos desarrollos y corregirlos.

... y revisar la normativa que dificulta la creación y el crecimiento empresarial

Por otro lado, resulta fundamental consolidar la reciente mejora observada en la asignación de recursos entre empresas. En este sentido, debe asegurarse el acceso a la financiación de los proyectos de inversión de empresas productivas y revisar aquellos elementos de la regulación que limitan el crecimiento de aquellas más eficientes. En los últimos años, se han producido algunos avances en estos frentes con la aprobación y desarrollo de la Ley de Garantía de la Unidad de Mercado, la Ley del Procedimiento Administrativo Común y la flexibilización del procedimiento concursal<sup>23</sup>. Sin embargo, como se desprende

19 Por ejemplo, los resultados del PIAAC (2013), de la OCDE ([http://www.mecd.gob.es/inee/Ultimos\\_informes/PIAAC.html](http://www.mecd.gob.es/inee/Ultimos_informes/PIAAC.html)), subrayan el escaso rendimiento matemático y de comprensión lectora de la población española, que se generaliza entre personas que han alcanzado diferentes niveles educativos, incluida la educación terciaria.

20 Véase, por ejemplo, R. E. Hall y C. I. Jones (1999), «Why do some countries produce so much more output per worker than others?», *The Quarterly Journal of Economics*, 114, pp. 83-116, o E. Helpman (ed.) (2008), *Institutions and economic performance*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts. Para el caso español, M. García-Santana, E. Moral-Benito, J. Pijoan-Mas y R. Ramos (2016), *Growing like Spain: 1995-2007*, Documentos de Trabajo, n.º 1609, Banco de España, encuentran que el empeoramiento en la asignación de recursos en España observado entre 1995 y 2007 fue más severo en los sectores donde la incidencia de las regulaciones públicas es más importante.

21 Por ejemplo, el indicador de calidad de las instituciones públicas elaborado por el World Economic Forum en el marco de su *Global Competitiveness Report 2015-2016* sitúa a España en el puesto 20 de los 28 países de la Unión Europea. Este indicador se basa parcialmente en un cuestionario a empresas y recoge información sobre los derechos de propiedad y su protección, aspectos éticos y de corrupción, independencia judicial, eficiencia del sector público o seguridad, entre otros. (Para información más detallada, consultar <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2015-2016/>). Resultados similares para España se obtienen a partir de «The Worldwide Governance Indicators», del Banco Mundial (véase <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home>).

22 Véase J. S. Mora-Sanguinetti (2016), «Evidencia reciente sobre los efectos económicos del funcionamiento de la justicia en España», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.

23 Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas; Ley 9/2015, de 25 de mayo, de medidas urgentes en materia concursal, y Ley 25/2015, de 28 de julio, de mecanismo de segunda oportunidad, reducción de la carga financiera y otras medidas de orden social. Previamente, la ley concursal aprobada en 2003 había sido modificada en múltiples ocasiones a raíz de la crisis. Concretamente, ha habido cambios a partir del Real Decreto-ley 3/2009, Ley 38/2011, Ley 14/2013, Real Decreto-ley 4/2014 y Real Decreto-ley 11/2014.

de los indicadores de clima industrial regionales, España sigue presentando mayores dificultades que los países de nuestro entorno en cuanto a la creación de empresas. Además, aún persiste un amplio abanico de regulaciones que distorsionan el crecimiento de las empresas y que, por tanto, condicionan de manera directa la reasignación de recursos entre empresas y sectores (véase el capítulo 4 de este Informe).

### 3.6 AVANCES PENDIENTES EN LA CONSTRUCCIÓN DE LA UEM

El área del euro se enfrenta a un escenario complejo...

Más allá de los condicionantes internos, la economía española depende crucialmente de los desarrollos internacionales; en particular, de los relativos al área del euro. En este sentido, la UEM se encuentra ante un escenario complejo, caracterizado por unas perspectivas de crecimiento moderado y reducida inflación y por unos niveles todavía elevados de desempleo y endeudamiento en algunos países. Los retos que plantean para el funcionamiento del mercado único la asimilación de los flujos migratorios, el referéndum sobre la participación del Reino Unido en la UE o el mantenimiento de la seguridad frente al desafío terrorista constituyen fuentes adicionales de incertidumbre.

... que requiere el concurso del conjunto de las políticas económicas...

Garantizar la sostenibilidad de la recuperación y mejorar las perspectivas de medio plazo requieren actuaciones de política económica en distintos frentes. Por el lado de la política monetaria, las medidas de estímulo adoptadas por el BCE están permitiendo relajar las condiciones de financiación de la economía y deberán contribuir a acelerar el retorno progresivo de la inflación a tasas más compatibles con el objetivo de medio plazo. Por su parte, la política fiscal debería utilizar los márgenes de maniobra que permite el Pacto de Estabilidad y Crecimiento para adoptar actuaciones que favorezcan la actividad y potencien el crecimiento a medio plazo. Asimismo, es imprescindible garantizar la continuidad del impulso reformador dirigido a mejorar el entorno competitivo y a potenciar el funcionamiento eficiente de los mercados de productos y de factores de aquellas economías del área que parten de una situación de relativa desventaja en estos ámbitos.

... y avances decididos en el reforzamiento del marco institucional de la UEM

En paralelo, los países miembros deben seguir avanzando en el reforzamiento del marco institucional de la UEM. Como constata el informe *Realizar la Unión Económica y Monetaria europea* (conocido como el *Informe de los cinco presidentes*), que se publicó en junio de 2015, a pesar de los progresos notables realizados, la UEM descansa todavía en una arquitectura institucional incompleta. Por ello, resulta necesario continuar progresando hacia una mayor integración económica, financiera, fiscal y política.

A corto plazo, se requieren mecanismos para lograr una mayor coordinación de las políticas económicas...

El *Informe de los cinco presidentes* propone una serie de objetivos que se consideran alcanzables en el corto plazo sin que se requieran modificaciones en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Así, por ejemplo, se demanda una mayor convergencia estructural, incluyendo también mercados de trabajo más eficientes que generen empleos de más calidad, y una mejor coordinación de las políticas económicas en la UEM. En esta línea, la Comisión Europea ha propuesto la creación de organismos nacionales encargados de vigilar los desequilibrios competitivos y de un Consejo Fiscal Europeo, de carácter consultivo, que deberá actuar en el marco multilateral de vigilancia fiscal y proporcionar una evaluación independiente de la aplicación por parte de la CE y el Consejo de la UE de las reglas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Asegurar la efectividad de la nueva institución requeriría que, antes de su entrada en funcionamiento a mitad de 2016, se refuerce su independencia institucional y se clarifiquen algunos aspectos de su mandato, como su papel en la evaluación del tono agregado de la política fiscal en el área del euro. Del mismo modo, dotar a los consejos de competitividad de una dimensión europea facilitaría una mayor coordinación de las políticas estructurales y un ajuste más armónico de los desequilibrios que persisten en el área.

... y promover la integración financiera, completando la Unión Bancaria e impulsando la Unión del Mercado de Capitales

En el corto plazo, resulta asimismo prioritario potenciar mecanismos que permitan una asignación más eficiente y una mayor diversificación geográfica en términos de los riesgos asumidos por las entidades financieras, con el fin de mejorar la capacidad de absorción de posibles perturbaciones asimétricas en el área. En este sentido, la culminación de la Unión Bancaria debería asegurar condiciones de igualdad entre los sistemas bancarios de todos los países miembros, lo que requiere, entre otros instrumentos, de fondos públicos mutualizados para la resolución de entidades vulnerables una vez agotados los fondos privados, así como el establecimiento de un Esquema Europeo de Seguro de Depósitos. El proyecto de la CE para una Unión del Mercado de Capitales constituye un paso adicional para, con una normativa más efectiva, lograr una auténtica integración financiera que aumente la diversificación geográfica de las carteras y promueva el acceso de las empresas a fuentes de financiación alternativas al crédito bancario en condiciones competitivas.

En el medio plazo, quedan pendientes avances más decididos hacia la Unión Fiscal

Más allá de las prioridades de corto plazo, es importante perseverar en la consecución de los objetivos de medio plazo que se identifican en el propio *Informe de los cinco presidentes*. Así, en el ámbito de la Unión Económica, el proceso de convergencia estructural deberá adquirir eventualmente un carácter más coercitivo, con el establecimiento de estándares o niveles mínimos comunes que los países deban cumplir en ámbitos tan relevantes como los mercados de trabajo o los sistemas fiscales. El cumplimiento de estas mayores exigencias en el ámbito de las políticas económicas facilitará la puesta en marcha de mecanismos fiscales comunes a los que se encomienden funciones de estabilización macroeconómica que reduzcan la incidencia y mitiguen los efectos económicos y sociales de futuras crisis en el área.

Entre los factores de carácter más transitorio que apoyaron la actividad y el empleo en 2015, destacan el descenso adicional del precio del petróleo y el impulso procedente de las políticas de demanda. Estas políticas contribuyeron a sostener el crecimiento durante el pasado ejercicio a través de la introducción por parte del BCE de nuevos estímulos monetarios y de una política fiscal que pasó a presentar un tono expansivo tras la adopción de algunas rebajas impositivas y de un aumento del consumo y la inversión públicos. También la política monetaria influyó en la depreciación del tipo de cambio del euro, que ejerció un efecto dinamizador sobre las ventas de las empresas fuera del área del euro, especialmente en la primera mitad del año. Por último, el retroceso en el ritmo de crecimiento del comercio mundial, especialmente el originado en torno a los mercados emergentes, fue un factor que actuó en sentido contrario y redujo la actividad.

El cuadro 1 presenta los resultados de un ejercicio de cuantificación aproximada del efecto de los anteriores factores sobre el PIB y la inflación en 2015. Para ello, se simula por medio del Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE) el efecto que han tenido sobre las dos variables anteriores los cambios que no estaban anticipados a mediados de 2014 en el tono de la política monetaria, la política fiscal, el precio del petróleo y el resto de las materias primas, y la demanda mundial. Alrededor de ese momento, se produjo una nueva caída del precio del petróleo, el BCE decidió adoptar diversas medidas adicionales expansivas y el Gobierno español anunció rebajas en la tarifa del impuesto sobre la renta y de sociedades para 2015. El modelo representa a la economía española como un país pequeño, abierto e integrado en la Unión Monetaria, y por tanto dichos factores pueden incorporarse a él como cambios en las condiciones exógenas que afectan a las ecuaciones de comportamiento de los distintos agentes económicos.

Como se analiza en detalle en el capítulo 3 de este Informe, las medidas monetarias mejoraron las condiciones financieras y crediticias y contribuyeron a depreciar el euro y a expandir la actividad de nuestros socios comerciales de la zona del euro, afectando por tanto al gasto nominal. El conjunto de medidas discrecionales de política fiscal se ha aproximado por la variación en la ratio de saldo público primario sobre PIB ajustada por el efecto del ciclo económico y neto de aquellas medidas que tienen un carácter transitorio. En 2015, de acuerdo con este indicador, se estima una expansión fiscal de aproximadamente el 1 % del PIB y su efecto sobre las variables macroeconómicas se obtiene aplicando los multiplicadores fiscales promedio del MTBE.

En cuanto a los otros dos factores de carácter internacional, el de la caída del precio del petróleo y de otras materias primas afecta a las variables del modelo a través no solo de la reducción en los costes de producción, sino también de la mejora de la renta disponible de los hogares, que impulsa el consumo y, consecuentemente, el empleo y la inversión. La intensidad de estos canales depende del nivel inicial del precio del petróleo, que, en esta simulación, se ha fijado en 70 euros por barril, precio vigente en los mercados internacionales a mediados de 2014, frente al precio promedio observado en 2015, de 47 euros por barril<sup>1</sup>. Por último, el menor crecimiento de los mercados mundiales de más de 2 pp supone un retroceso en la actividad vía la menor demanda de las exportaciones de bienes y servicios españoles.

1 Para un análisis detallado del efecto que distintos niveles de partida del precio de petróleo tienen sobre el impacto de esta variable en el PIB y la inflación, véase el recuadro 4.2 del capítulo 4 del *Informe Anual* del Banco de España de 2014.

**Cuadro 1**  
EFECTO DEL CAMBIO DE LOS SUPUESTOS EXÓGENOS DESDE MEDIADOS DE 2014 SOBRE EL CRECIMIENTO DEL PIB Y LA INFLACIÓN DEL AÑO 2015 (a)

	PIB	Inflación
Política monetaria	0,6	0,6
Política fiscal (b)	0,5	0,2
Demanda mundial	-0,6	-0,1
Precio del petróleo y otras materias primas	0,6	-2,3
<b>TOTAL</b>	<b>1,1</b>	<b>-1,6</b>

FUENTES: Comisión Europea (CE) y Banco de España.

- a Simulación por medio del MTBE. En la simulación se ha tenido en cuenta que en torno a mediados de 2014 comenzó a hacerse visible la fuerte caída en los precios del petróleo y otras materias primas. También el BCE anunció medidas de política monetaria de calado alrededor de esas fechas, como la adopción de tipos de interés negativos en la facilidad marginal de depósito.
- b En este caso el efecto se ha calculado a partir de la estimación de la variación del saldo público primario ajustado de ciclo en 2015 (-1 % del PIB según la CE), y su impacto en el PIB y la inflación, a partir de los multiplicadores del MTBE.

De los cuatro factores que pueden considerarse exógenos, las nuevas medidas de política monetaria y la bajada del precio del petróleo y de otras materias primas habrían ejercido un impacto estimado sobre el PIB de 2015 de 0,6 pp en cada caso, mientras que la orientación expansiva de la política fiscal habría aportado alrededor de 0,5 pp. Por el contrario, el menor crecimiento de los mercados mundiales a lo largo del año restó 0,6 pp al crecimiento de la actividad. El efecto neto del conjunto de factores

considerado sobre el crecimiento económico del pasado ejercicio habría sido, por tanto, considerable, al haber alcanzado una magnitud estimada de 1,1 pp. Por otra parte, la menor inflación en 2015, con respecto a la proyectada, tuvo como principal determinante la caída en el precio del petróleo, que solo pudo ser compensada parcialmente a través de los nuevos estímulos monetarios, de modo que el efecto negativo, en términos netos, sobre la inflación habría sido de 1,6 pp.

La tasa de paro se situó a principios de 2016 en el 21 %, casi 6 pp por debajo de su máximo alcanzado a principios de 2013, pero muy por encima aún de la observada en otros países europeos. Además, la incidencia del paro de larga duración (más de un año en el desempleo) solo ha disminuido levemente, hasta el 60,8 % en 2015 (desde el máximo del 61,8 % en 2014), prácticamente triplicando el nivel observado en 2008 (véase panel izquierdo del cuadro 1). De forma similar, el porcentaje de desempleados que llevan más de dos años en dicha situación ha continuado aumentando, hasta alcanzar el 44,2 % en 2015, frente al 9,9 % en 2008. Este sesgo en la distribución del desempleo hacia las duraciones más elevadas es mucho más acusado en España que en el resto de los países europeos, salvo Grecia, y plantea un reto adicional para la continuación de la senda de reducción del desempleo.

Estos desarrollos se encuentran relacionados, al menos en parte, con el elevado desajuste educativo que se habría producido desde el inicio de la crisis entre la oferta y la demanda de trabajo. Este fenómeno ha sido consecuencia, principalmente, de la concentración de la destrucción de empleo en los colectivos con menor nivel de cualificación. De hecho, el porcentaje de ocupados que únicamente tienen estudios primarios, que se situaba en el 18 % antes de la llegada de la crisis, ha descendido hasta el 10,2 % en 2015<sup>1</sup>. Por el contrario, el peso de los ocupados con estudios universitarios ha mostrado una tendencia creciente, desde el 23,9 % en 2008 hasta el 29,5 % en 2015. Como resultado, la incidencia de duraciones elevadas del desempleo es especialmente alta en colectivos con menor nivel de formación, además de en los individuos con más edad. En ambos casos, más de dos tercios de los desempleados llevan al menos un año buscando un empleo y más de la mitad acumulan más de dos años en dicha situación (véase panel derecho del cuadro 1).

El gráfico 1 muestra un índice de desajuste educativo en el mercado de trabajo español que tiene en cuenta la distribución por nivel de formación de los ocupados y de los desempleados, como aproximación, respectivamente, de las necesidades de la demanda de trabajo y de las habilidades medias de la oferta de trabajo disponible. Este índice revela un aumento muy notable desde 2007, que no se ha reducido en los últimos trimestres de mayor dinamismo del empleo, lo que evidencia la baja empleabilidad de algunos grupos de trabajadores menos cualificados<sup>2</sup>.

Por su parte, el análisis de los flujos de salida del desempleo muestra que la intensa caída de la probabilidad de encontrar un empleo que se observó a partir de 2008, desde el 35 % de los años anteriores al inicio de la crisis hasta un mínimo del 15,2 % en 2013 (véase gráfico 2), fue generalizada pero más intensa en el colectivo con duraciones del desempleo más bajas, que se vieron más afectadas por el deterioro cíclico del mercado laboral. De la misma forma, la recuperación de la creación de empleo en los dos últimos años ha permitido un aumento más acusado de las tasas de salida del desempleo para las duraciones inferiores a un año, que ya se encuentran por encima del nivel observado en 2009. Por el contrario, la recuperación es mucho más tenue en el caso de las duraciones superiores.

La información individual de los registros de la EPA permite estimar los determinantes de la probabilidad de encontrar un empleo (véase cuadro 2). Los resultados de esta estimación<sup>3</sup> muestran que los individuos desempleados más jóvenes y los de más edad, aquellos con menor nivel de formación y, sobre todo, aquellos que acumulan más tiempo en el desempleo muestran una probabilidad significativamente más reducida de encontrar un empleo. El efecto de la situación cíclica en la anterior estimación es el esperado, de modo que un crecimiento más alto del PIB se traduce en una mayor tasa de salida del desempleo. Sin embargo, la respuesta de la tasa de salida del desempleo ante variaciones en el crecimiento del PIB depende de la duración en el desempleo. En particular, se encuentra que un aumento de un 1 % del PIB eleva 1,5 pp la tasa de salida para las duraciones inferiores a un año, pero solo 0,4 pp en el caso de las duraciones superiores a dos años<sup>4</sup>.

Si se analiza la evolución de estas probabilidades de salida del desempleo a lo largo de los últimos años<sup>5</sup>, se observa que la crisis habría reducido comparativamente más la probabilidad de salida del desempleo de los más jóvenes y, en el período más reciente, de los que presentan un menor nivel de educación, entre los que se observa una menor recuperación de su tasa de salida en la actual fase de recuperación. Igualmente, se constata un deterioro acusado de las oportunidades de empleo de aquellos con duraciones más elevadas en el desempleo.

1 Este efecto es, en parte, consecuencia de las abultadas pérdidas de empleo en el sector de la construcción. En el recuadro 3.2 del *Informe Anual* de 2014 se analizó en detalle la situación laboral de los trabajadores de la construcción que perdieron su empleo al inicio de la crisis económica en 2008.

2 Véase M. Izquierdo, S. Puente y P. Font (2013), «Evolución del desajuste educativo entre la oferta y la demanda de trabajo en España», *Boletín Económico*, junio, Banco de España. La evolución de este índice es similar cuando se utiliza la distribución del empleo de reciente creación, en lugar del *stock* total de empleados para aproximar las necesidades de la demanda de trabajo.

3 En concreto, en el cuadro 2 se presentan los resultados de un modelo (de tipo *probit*) en el que, para el período que media desde 2005 hasta el cuarto trimestre de 2015, se estima la probabilidad de encontrar a un individuo empleado en un trimestre dado partiendo de una situación de desempleo en el trimestre precedente a partir de un conjunto de variables agregadas y características personales.

4 Estos resultados se obtienen en una versión del modelo *probit* anterior, en la que se permite que el coeficiente del crecimiento del PIB sea diferente para cada duración en el desempleo.

5 A partir de un modelo *probit* como el mostrado en el cuadro 2 en el que se permite que los coeficientes de las diferentes variables varíen a lo largo del tiempo.

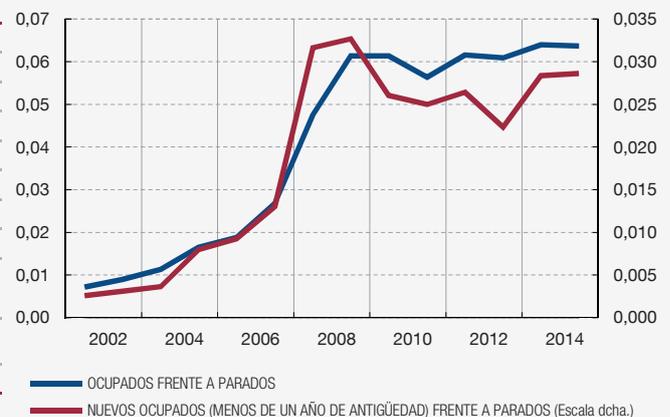
**Cuadro 1**  
EVOLUCIÓN DEL DESEMPLEO Y DEL DESEMPLEO DE LARGA DURACIÓN Y DISTRIBUCIÓN DEL PARO DE LARGA DURACIÓN Y DE MUY LARGA DURACIÓN POR CARACTERÍSTICAS EN EL AÑO 2015

	Tasa de paro	Incidencia paro de larga duración	Incidencia paro de muy larga duración		Incidencia paro de larga duración	Incidencia paro de muy larga duración
2006	8,5	25,7	13,0	Hombres	60,5	44,4
2007	8,2	23,8	12,3	Mujeres	61,3	44,0
2008	11,3	21,5	9,9	Menores de 30 años	49,0	29,7
2009	17,9	28,6	10,5	Entre 30 y 45 años	59,3	42,9
2010	19,9	42,6	17,0	Mayores de 45 años	72,0	57,0
2011	21,4	48,2	24,7	Estudios bajos	66,6	51,7
2012	24,8	52,4	29,9	Estudios medios	60,3	43,3
2013	26,1	58,5	36,1	Estudios superiores	54,5	36,3
2014	24,4	61,8	42,5	Españoles	61,7	45,3
2015	22,1	60,9	44,2	Extranjeros	56,9	38,8

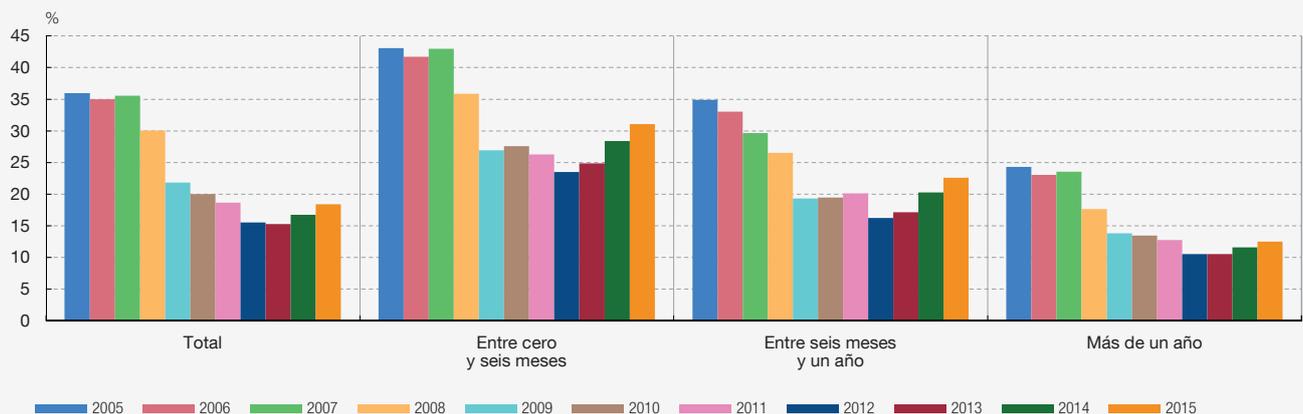
**Cuadro 2**  
DETERMINANTES DE LA PROBABILIDAD DE SALIDA DEL DESEMPLEO AL EMPLEO (a)

	Coefficiente	Z
Mujer	-0,03	-21,0
Entre 16 y 24 años	-0,03	-14,1
Entre 25 y 34 años	0,02	11,1
Entre 45 y 54 años	-0,03	-13,7
Mayor de 55 años	-0,08	-36,0
Estudios primarios	-0,04	-22,9
Estudios secundarios	-0,03	-14,6
Crecimiento del PIB	0,01	13,0
Entre seis meses y un año en desempleo	-0,05	-33,0
Entre uno y dos años en desempleo	-0,10	-64,7
Más de dos años en desempleo	-0,14	-93,0
Probabilidad media	0,18	

**Gráfico 1**  
ÍNDICE DE DESAJUSTE EDUCATIVO (b)



**Gráfico 2**  
TASA DE SALIDA DEL DESEMPLEO AL EMPLEO POR DURACIÓN DEL DESEMPLEO



FUENTES: Comisión Europea, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a La regresión también incluye *dummies* de año, trimestre y CCAA. Se reportan los efectos marginales y el estadístico Z (cociente entre el coeficiente y el error estándar). El período de estimación está comprendido entre el primer trimestre de 2005 y el cuarto de 2015. La categoría de referencia es un desempleado hombre, de entre 35 y 44 años, con estudios superiores y con menos de seis meses en el desempleo.
- b Este índice mide la discrepancia entre las distribuciones por niveles educativos de los ocupados, o los nuevos ocupados, y los desempleados. Mayores niveles del índice se interpretan como un mayor desajuste entre la distribución por educación de los ocupados y los desempleados y, por tanto, mayores dificultades potenciales para que las necesidades de la demanda de trabajo puedan ser cubiertas por la oferta de trabajadores desempleados. El índice se calcula como  $I_t = \sum_{j=1}^5 (O_{jt} - P_{jt})^2$ , donde  $O_{jt}$  mide la proporción de ocupados con nivel educativo  $j$  en el período  $t$  y  $P_{jt}$  mide la misma proporción en el caso de los parados.

En resumen, los resultados presentados en este recuadro revelan la existencia de ciertos efectos de histéresis que pueden dificultar significativamente reducciones adicionales del desempleo en España, en la medida en que, por un lado, los individuos con períodos en el desempleo más largos representan una proporción muy

elevada del total de desempleados y, además, este colectivo presenta dificultades crecientes para encontrar un empleo, y, por otro lado, la recuperación cíclica está teniendo un impacto relativamente menor sobre la capacidad de encontrar empleo de este grupo de desempleados.

---

Distintos factores apuntan a una reducción considerable de la tasa de crecimiento potencial de la economía española en el medio plazo, que podría situarse en el entorno del 1,2 % en el período 2020-2025 frente a tasas cercanas al 3 % durante el período 2001-2008<sup>1</sup>. Entre estos factores, destaca el impacto del envejecimiento demográfico que, según las previsiones actuales del INE, llevaría a una caída de la población del 0,2 % anual en el período 2020-2025<sup>2</sup>, de forma que, una vez tenido en cuenta este aspecto, el crecimiento potencial en términos per cápita se situaría en tasas similares a las observadas durante el período expansivo. Los efectos del envejecimiento poblacional sobre el crecimiento potencial se verán acentuados, por otra parte, por la desaparición de los efectos cohorte que han elevado la tasa de actividad femenina en las últimas décadas y que se prevé que se agoten en los próximos años<sup>3</sup>. La contribución

- 1 Las estimaciones de crecimiento potencial descuentan el efecto de factores cíclicos identificando así el componente tendencial del crecimiento económico. Estas estimaciones se basan en un enfoque de función de producción en el que los factores productivos (capital y empleo), junto con la productividad total de los factores, determinan la capacidad productiva de la economía. Esta metodología permite además elaborar escenarios de crecimiento potencial en un horizonte de medio/largo plazo bajo determinados supuestos basados en el modelo neoclásico de crecimiento (para más detalles, véase P. Cuadrado y E. Moral Benito, *El crecimiento potencial de la economía española*, Documentos Ocasionales, n.º 1603, Banco de España).
- 2 Aunque la incertidumbre sobre estas previsiones puede ser relativamente elevada, las previsiones de Eurostat (véase EUROPOP 2013) coinciden en mostrar un escenario de caídas de la población a medio plazo en la economía española.
- 3 Véase J. M. Montero y A. Regil (2015), *La tasa de actividad en España: resistencia cíclica, determinantes y perspectivas futuras*, Documentos Ocasionales, n.º 1502, Banco de España.

negativa de la oferta de trabajo sobre el crecimiento potencial solo podrá ser compensada por una mejor evolución de la productividad total de los factores (PTF), que deberá superar su tendencia decreciente, o una reducción significativa de la tasa de desempleo estructural (NAIRU), más allá de lo observado en los ciclos anteriores.

En este recuadro se presentan distintos escenarios de crecimiento potencial de la economía española que tratan de ilustrar los efectos de una mejora sostenible del comportamiento de la productividad y el desempleo estructural, asociada, por ejemplo, a la aplicación de reformas estructurales. En el escenario base, se asume que la evolución de estas dos variables sigue un proceso de convergencia hacia los valores medios observados en los dos últimos ciclos completos de la economía española (1983-2013). En concreto, se asume un descenso del desempleo estructural desde sus actuales niveles hasta su promedio histórico, estimado en el 14,4 %, y una senda de crecimiento de la PTF consistente con el promedio del 0,8 % observado entre 1983 y 2013. Estos valores pueden entenderse como la parte del paro y la productividad potencial que viene explicada por características estructurales de los mercados de trabajo y productos.

A continuación, se plantean escenarios alternativos que considerarán distintas sendas de crecimiento de equilibrio que recogen el efecto de algunos cambios estructurales en las anteriores variables que se generarían, de acuerdo con las hipótesis del ejercicio, por la implementación de reformas en el mercado de productos y el de trabajo. En particular, para disponer de un marco de referencia sobre el que analizar el impacto de las reformas se utiliza la evidencia

Cuadro 1  
ESCENARIOS DE CRECIMIENTO POTENCIAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN EL MEDIO PLAZO (a)

	Escenario central	Escenario 1	Escenario 2	Escenario 3
Crecimiento potencial	1,2	1,4	1,6	1,9
Contribuciones				
Empleo	0,0	0,2	0,0	0,2
Horas por persona	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Personas	0,2	0,4	0,2	0,4
Población de entre 15 y 64 años	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Tasa de actividad	0,0	0,0	0,0	0,0
NAIRU-CP	0,4	0,6	0,4	0,6
Capital	0,5	0,6	0,7	0,8
PTF	0,6	0,6	0,9	0,9
Pro memoria				
Crecimiento del PIB potencial per cápita	1,3	1,6	1,8	2,1

FUENTE: Banco de España.

- a Las estimaciones corresponden al promedio del período comprendido entre los años 2020 y 2025. El escenario 1 considera una reducción en la tasa de paro estructural de equilibrio hasta alcanzar el 12 % en 2025 en lugar del 14,4 % del escenario central. El escenario 2 considera un aumento del crecimiento de la productividad de equilibrio hasta alcanzar el 1,3 % en 2025, frente al 0,8 % del escenario central. El escenario 3 incorpora ambos cambios de forma simultánea.

empírica disponible a nivel internacional. En concreto, se parte de los indicadores regulatorios elaborados por la OCDE, que miden tanto la eficiencia del marco regulatorio en el mercado de productos como la legislación sobre la protección del empleo. Estos indicadores intentan cuantificar diversos aspectos relativos al marco legal e institucional vigente en cada uno de los países analizados. Aunque están sujetas a diferentes cautelas, estas medidas suelen considerarse una herramienta útil para valorar la situación relativa de la regulación de un país y su evolución a lo largo del tiempo. Una menor puntuación en estos indicadores se corresponde con una mayor flexibilidad en los mercados de productos y trabajo<sup>4</sup>. A partir de esta información, se consideran las elasticidades de las dos variables de interés, la tasa de paro estructural y el crecimiento de la PTF, frente a los indicadores anteriores. Para ello, se utilizan las estimaciones disponibles en la literatura con el objeto de cuantificar aproximadamente el efecto sobre el paro estructural y el crecimiento de la productividad de reformas estructurales que flexibilicen los mercados de trabajo y productos. Para el caso de España, se ha considerado que una reducción de 1 pp de los indicadores regulatorios implicaría situar el marco regulatorio español al nivel de las mejores prácticas de los países de la OCDE. De este modo, estos escenarios no pretenden cuantificar los efectos de una reforma estructural concreta, sino ilustrar los potenciales beneficios de establecer una regulación más eficiente. De acuerdo

con las elasticidades disponibles<sup>5</sup>, una mejora en el marco regulatorio del mercado laboral y en el de productos del calibre descrito podría reducir la tasa de paro de equilibrio en 2,4 pp e incrementar el crecimiento anual de la productividad en unos 0,5 pp.

Con base en estas estimaciones, se construyen tres escenarios en los que se ilustra el impacto de estos cambios sobre el crecimiento potencial en el medio plazo (2020-2025). El escenario 1 considera una reducción de 2,4 pp en la tasa de paro estructural de equilibrio (hasta alcanzar el 12% en 2025); el escenario 2 ilustra un aumento de 0,5 pp en el crecimiento de la productividad de equilibrio (alcanzando el 1,3% al final del período considerado), y, finalmente, el escenario 3 incorpora los efectos de los cambios de ambas variables de forma simultánea.

El cuadro 1 muestra los resultados de dichos escenarios para el período 2020-2025. El escenario basado en mayores tasas de crecimiento anual de la productividad resulta en un mayor crecimiento potencial que el escenario que incorpora una reducción más acusada de la tasa de paro estructural, lo que, en parte, refleja un crecimiento superior del volumen de capital ante el mayor crecimiento de la productividad<sup>6</sup>. En cualquier caso, cuando se combinan ambos tipos de reformas, el crecimiento potencial se situaría en tasas cercanas al 2%, superando los crecimientos per cápita observados en el período expansivo.

En resumen, estas simulaciones ilustran la importancia de llevar a cabo reformas estructurales que aumenten el crecimiento de la productividad y reduzcan la tasa de paro estructural para compensar el impacto del envejecimiento poblacional y el agotamiento de la expansión de la tasa de actividad femenina.

4 Por ejemplo, entre otras dimensiones, el indicador de legislación sobre protección del empleo tiene en cuenta el importe de las indemnizaciones por despido, la definición de despido improcedente, las condiciones para la utilización de contratos temporales y los diferentes procedimientos aplicables, mientras que el indicador de regulación del mercado de producto engloba conceptos tales como la intervención del sector público en las operaciones privadas, la complejidad regulatoria, las barreras explícitas al comercio y a la inversión y la libertad de horarios comerciales. Para más detalles sobre los indicadores regulatorios del mercado de productos, véase J. S. Mora-Sanguinetti y M. Martínez-Matute (2014), «La regulación en el mercado de productos en España según los indicadores de la OCDE», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España, pp. 45-54. En relación con el indicador de legislación sobre la protección del empleo, véase OCDE (2013), «Protecting Jobs, enhancing flexibility: A new look at employment protection legislation», *OECD Employment Outlook*.

5 Véanse A. Bassanini y R. Duval (2009), «Unemployment, institutions and reform complementarities: re-assessing the aggregate evidence for OECD countries», *Oxford Review of Economic Policy*; G. Nicoletti y S. Scarpetta (2003), «Regulation, productivity and growth: OECD evidence», *Economic Policy*; y A. Bassanini, L. Nunziata y D. Venn (2009), «Job protection legislation and productivity growth in OECD countries», *Economic Policy*.

6 En el marco del modelo neoclásico de crecimiento considerado en este recuadro se asume que, en equilibrio, el crecimiento del capital por trabajador es igual al crecimiento tecnológico.