

**INFORME ANUAL**

**2015**

**BANCO DE ESPAÑA**  
Eurosistema





# INFORME ANUAL 2015



## ÍNDICE GENERAL

### PRESENTACIÓN DEL GOBERNADOR 13

<b>1 RASGOS BÁSICOS</b>	1	Introducción	17
	2	La evolución económica en 2015	18
	2.1	Un entorno mundial incierto	18
	2.2	El área del euro y la política monetaria del BCE	19
	2.3	La prolongación de la recuperación de la economía española	21
	2.4	Hacia una nueva fase del ciclo económico	27
	3	Los retos pendientes de la economía española y el papel de las políticas económicas	28
	3.1	La reducción del desempleo	28
	3.2	La consolidación fiscal	31
	3.3	El desapalancamiento privado	33
	3.4	La moderación de la posición deudora neta con el exterior	35
	3.5	La mejora de la productividad	36
	3.6	Avances pendientes en la construcción de la UEM	41
		Recuadros	
	1.1	Una cuantificación del efecto en 2015 de los factores exógenos sobre el crecimiento y la inflación	43
	1.2	Persistencia del desempleo en España	45
	1.3	La reducción del paro estructural y el incremento de la productividad como fuentes del crecimiento potencial	48
<b>2 AJUSTE COMPETITIVO Y RECUPERACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA</b>	1	Introducción	51
	2	Una caracterización del ajuste competitivo	53
	3	El impacto de la devaluación interna sobre las exportaciones españolas	58
	4	El ajuste competitivo y la recuperación de la inversión, el empleo y el consumo privado	64
	5	Conclusiones	71
		Recuadros	
	2.1	El impacto macroeconómico y los canales de transmisión de las reformas en los mercados de trabajo y de bienes y servicios	73
	2.2	El proceso de sustitución de importaciones	76
<b>3 EL EFECTO DE LAS POLÍTICAS MONETARIAS DEL BCE EN EL PERÍODO RECIENTE</b>	1	Introducción	79
	2	Una nueva fase en la actuación del BCE	80
	3	Los canales de transmisión de las medidas de expansión cuantitativa	85
	3.1	La transmisión a las condiciones financieras	85
	3.2	La transmisión a la demanda agregada y a los precios	86
	4	Una estimación de los efectos de la política monetaria del BCE sobre las condiciones financieras y crediticias	88
	4.1	Los efectos en el conjunto del área del euro	88
	4.2	Los efectos sobre las condiciones financieras y crediticias en la economía española	92
	5	Una cuantificación del impacto macroeconómico de la política monetaria	95
	5.1	Los efectos en el área del euro	95
	5.2	Los efectos en la economía española	97
	6	Conclusiones y retos	98

	Recuadros	
	3.1	Evidencia microeconómica acerca del impacto de las medidas de política monetaria sobre la oferta de crédito en España 101
	3.2	Una evaluación empírica del impacto macroeconómico del programa de expansión cuantitativa 104
	3.3	Un análisis macroeconómico de los mecanismos de transmisión de una expansión cuantitativa en una unión monetaria 106
<b>4 LA DINÁMICA EMPRESARIAL EN ESPAÑA: CARACTERÍSTICAS, DETERMINANTES E IMPLICACIONES</b>	1	Introducción 109
	2	Las consecuencias macroeconómicas de la creación, destrucción y crecimiento de las empresas 111
	3	Una caracterización de la dinámica empresarial en España en el contexto internacional 114
	4	Algunos factores explicativos de la dinámica empresarial en España 122
	4.1	Financiación empresarial 122
	4.2	El impacto de las regulaciones 125
	4.3	Capacitaciones profesionales, acceso a la innovación y productividad 128
	5	Conclusiones 131
	Recuadros	
	4.1	El impacto macroeconómico de la demografía empresarial 132
	4.2	Los esquemas de apoyo financiero a las pymes en España 134
	4.3	Una evaluación de los efectos de las reformas recientes en la Ley Concursal 137
<b>ANEJO: LA GESTIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA EN 2015</b>	1	Introducción 139
	2	Actividades del Banco de España como miembro del Eurosistema y de otros organismos internacionales 139
	2.1	Cooperación técnica y encuentros de alto nivel 141
	3	Análisis económico e investigación 142
	4	Supervisión y regulación 144
	4.1	Actividad supervisora 144
	4.2	Actividad sancionadora 146
	4.3	Cambios normativos 147
	4.4	Información financiera y prudencial y Central de Información de Riesgos 148
	5	Estabilidad financiera y política macroprudencial 148
	6	Resolución preventiva 149
	7	Funciones operativas 150
	7.1	Instrumentación de la política monetaria y gestión de activos 150
	7.2	Gestión de los sistemas de pagos y liquidación de valores 151
	7.3	Gestión de los billetes 151
	7.4	Gestión del riesgo financiero 152
	8	La función estadística del Banco de España 152
	9	Reclamaciones y consultas del cliente bancario 153
	10	Comunicación externa 154
	10.1	Relaciones con los medios de comunicación 154
	10.2	Programa de comunicación institucional 154
	11	Organización y administración interna 155
	11.1	Recursos Humanos 155
	11.2	Servicios Generales 156
	11.3	Patrimonio, Oficina Virtual y Biblioteca 156
	11.4	Sistemas de Información 157
	11.5	Intervención General 158
	11.6	Auditoría Interna 158
	11.7	Servicios Jurídicos 159

**COMPOSICIÓN DE LOS  
ÓRGANOS DE GOBIERNO  
DEL BANCO DE ESPAÑA**

Organigrama general del Banco de España	163
Consejo de Gobierno	164
Comisión Ejecutiva	165



## ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1.1	Principales indicadores de la economía española	22
Cuadro 1.2	Crecimiento potencial y descomposición de la evolución de la productividad	38
Cuadro 2.1	Caracterización de las empresas exportadoras españolas	63
Cuadro 2.2	Relación entre exportaciones y variación de costes laborales y financieros a escala de empresa	63
Cuadro 2.3	Impacto de la posición financiera de las empresas sobre sus tasas de inversión y sus niveles de empleo	67
Cuadro 3.1	La ampliación de los programas de compra de activos del BCE	81
Cuadro 3.2	España. Efectos de las medidas de expansión cuantitativa	98
Cuadro 4.1	Demografía empresarial y productividad	117
Cuadro 4.2	Efectos estimados sobre el empleo y la productividad	119
Cuadro 4.3	Productividad y crecimiento	120
Cuadro 4.4	Indicadores <i>doing business</i> del Banco Mundial para España	125



## ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1.1	La economía mundial en 2015	18
Gráfico 1.2	Evolución del PIB y de la inflación en España y en la UEM	20
Gráfico 1.3	España: evolución del PIB y de la demanda nacional. Aportaciones al crecimiento	23
Gráfico 1.4	Condiciones de financiación de la economía española	25
Gráfico 1.5	Evolución del PIB per cápita y de la tasa de paro en España y en la UEM	27
Gráfico 1.6	Cambios en el mercado de trabajo	29
Gráfico 1.7	Saldo y deuda de las Administraciones Públicas	31
Gráfico 1.8	Posición patrimonial de hogares y sociedades no financieras y reasignación del crédito entre empresas	34
Gráfico 1.9	Ajustes del sector exterior	36
Gráfico 1.10	La posición deudora externa de la economía española	37
Gráfico 1.11	Recuperación de la productividad y mejora de la competencia sectorial	39
Gráfico 2.1	Tipos de cambio y tipos de interés	55
Gráfico 2.2	Evolución de las principales macromagnitudes en los últimos ciclos en España	57
Gráfico 2.3	Evolución de la competitividad frente a la zona del euro	58
Gráfico 2.4	Exportaciones españolas y sus determinantes	60
Gráfico 2.5	Exportaciones de bienes de España: márgenes extensivo e intensivo	62
Gráfico 2.6	Relación entre la inversión en bienes de equipo y la demanda	64
Gráfico 2.7	Posición financiera y nivel de actividad	66
Gráfico 2.8	Evolución del consumo, el empleo y los salarios	67
Gráfico 2.9	Evolución del consumo y del empleo	70
Gráfico 3.1	Política monetaria del Banco Central Europeo	80
Gráfico 3.2	Zona del euro. Actividad y precios	82
Gráfico 3.3	Zona del euro. Condiciones financieras	89
Gráfico 3.4	Cambios en las variables financieras durante la última etapa de actuación del Banco Central Europeo	90
Gráfico 3.5	Economía española. Las condiciones financieras y la política monetaria	93
Gráfico 3.6	Impacto del programa de compra de activos (APP) sobre el PIB y la inflación en la zona del euro	96
Gráfico 3.7	Efecto estimado de las medidas de la política monetaria del BCE sobre la economía española. Descomposición por canales	99
Gráfico 4.1	Características de la dinámica empresarial en España	115
Gráfico 4.2	Características de las nuevas empresas	118
Gráfico 4.3	Crecimiento y productividad de las empresas en España	121
Gráfico 4.4	Factores para hacer negocios y crecer	123
Gráfico 4.5	Cambios de la financiación empresarial en España	124
Gráfico 4.6	Barreras a la expansión y crecimiento empresarial en España	126
Gráfico 4.7	Características del capital humano en España	128
Gráfico 4.8	Mejoras del capital humano y tecnológico en España	129



## PRESENTACIÓN DEL GOBERNADOR

Luis M. Linde

La economía española se caracterizó en 2015 por la intensificación del ritmo de recuperación iniciado a mediados de 2013, hasta alcanzar un crecimiento del PIB del 3,2 %, que se trasladó también al mercado de trabajo, con la creación de más de medio millón de empleos en el conjunto del año. El dinamismo de nuestra economía, que se ha mantenido en los primeros meses de 2016, constituye un rasgo destacado de la evolución reciente de la eurozona.

La actual fase de recuperación ha permitido avances significativos en la corrección de los principales desequilibrios acumulados por la economía española en la anterior expansión y en los primeros años de la crisis. Sin embargo, algunos de esos desequilibrios persisten y suponen elementos de vulnerabilidad y retos importantes en el ámbito de las políticas económicas.

El *Informe Anual* analiza los factores sobre los que se ha sustentado el crecimiento reciente de la economía española, identifica los retos pendientes y plantea las políticas económicas más adecuadas para afrontarlos.

En 2015, la economía mundial redujo su ritmo de crecimiento —hasta el 3,1 %— como consecuencia del menor dinamismo de las economías emergentes, en un contexto en el que las economías avanzadas mantuvieron un ritmo de avance modesto, a pesar del tono expansivo de las políticas económicas y de los descensos del precio del petróleo. Estos descensos, así como el reequilibrio de la economía china y la expectativa de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, elevaron la incertidumbre a nivel global, dando lugar a aumentos significativos de la volatilidad de los mercados financieros.

El área del euro creció moderadamente en comparación con otros episodios históricos de recuperación, mientras que los precios se mantuvieron estancados y las expectativas de inflación de medio y largo plazo se deslizaron a la baja. Estas circunstancias condujeron al BCE a ampliar el programa de compra de activos a comienzos de 2015, para incluir valores emitidos por el sector público, y a aprobar medidas adicionales en diciembre del año pasado y en marzo de este año. Según se analiza en el capítulo 3 del Informe, estas actuaciones, 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 largo plazo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés), han contribuido de manera apreciable a la relajación de las condiciones financieras.

En el caso español, la actual fase de recuperación comenzó hace tres años con la mejora del entorno económico y financiero, a la que contribuyeron las políticas y reformas aplicadas tanto en el ámbito nacional como en el plano europeo. El ajuste de precios y costes relativos de bienes y servicios ha permitido mejorar la capacidad competitiva de la economía española, dinamizando las exportaciones e impulsando el gasto interno y el empleo. Asimismo, el proceso de desendeudamiento de hogares y empresas ha proseguido, en un entorno en el que se han corregido buena parte de los problemas de fragmentación financiera dentro del área del euro. Estos desarrollos han favorecido la corrección del desequilibrio externo y la generación de una capacidad neta de financiación del conjunto de la nación frente al exterior, aspectos que se abordan con detenimiento en el capítulo 2 del Informe.

Junto con los anteriores factores de naturaleza más estructural, el buen ritmo de crecimiento en 2015 se ha visto favorecido por otros elementos de carácter eminentemente transitorio. Las nuevas medidas monetarias y su impacto sobre las condiciones de financiación del sector público y privado, la depreciación del euro, el cambio de orientación de la política fiscal y el descenso del precio del petróleo tuvieron un efecto muy notable sobre la actividad, que solo fue parcialmente compensado por la desaceleración de los mercados mundiales.

Los análisis disponibles descuentan un agotamiento progresivo de algunos de estos factores temporales, lo que redundará en una moderación gradual de las tasas de crecimiento en el corto y medio plazo.

En este contexto, seguir avanzando en la recuperación de los niveles de actividad y empleo y mejorar las perspectivas de crecimiento de medio y largo plazo exigen afrontar los retos aún pendientes, identificados en la reducción del desempleo, la consolidación fiscal, el desapalancamiento privado, la moderación de la posición deudora exterior y la mejora de la productividad.

En primer lugar, el desempleo. La tasa de paro se redujo a principios de 2016 hasta el 21 %, tras haber alcanzado casi el 27 % en 2013, pero todavía se sitúa muy por encima de la observada en otros países europeos, en un nivel que resulta socialmente inaceptable. Además, la incidencia del paro de larga duración (más de un año en el desempleo) afecta a cerca del 60 % de los desempleados. 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 en la renta en España en el contexto de la crisis.

La consolidación de un crecimiento equilibrado y generador sostenible de empleo requiere del mantenimiento y ampliación de las ganancias competitivas alcanzadas durante estos años. Esto último exige un marco laboral que refuerce la flexibilidad interna y facilite la adecuación de los salarios a las condiciones específicas de las empresas. Para corregir el fuerte incentivo que la actual regulación otorga a la contratación temporal, se hace necesario potenciar el atractivo de la contratación indefinida, evitando que su excesiva protección siga incentivando la temporalidad. A la vez, es también preciso mejorar las políticas activas, especialmente las destinadas a favorecer la empleabilidad de los trabajadores con menores niveles de cualificación.

En el terreno fiscal, el elevado déficit público del año pasado —del 5,1 % del PIB— interrumpió el tono restrictivo que había mantenido la política presupuestaria en los últimos años, desviándose del objetivo y generando un incremento del componente estructural del déficit, hasta alcanzar cerca del 3 % del PIB. Además, la ratio de deuda pública sobre el PIB se sitúa cerca del 100 % del PIB, más de 60 puntos del PIB por encima de la observada antes de la crisis.

No deben minimizarse los riesgos que para el conjunto de la economía tiene un nivel de deuda y déficit públicos tan elevados, incluso en un entorno de tipos de interés muy bajos. Por ello, resulta prioritario retomar la senda de corrección del desequilibrio fiscal, para lo cual es necesaria la definición de un programa detallado de consolidación en el medio plazo, que incluya una combinación más eficiente de los ingresos y gastos públicos, y la aplicación estricta de los mecanismos preventivos y coercitivos de la Ley de Estabilidad Presupuestaria. Además, debe acompañarse de una estrategia que permita afrontar los retos que plantea para las finanzas públicas (en particular, para el sistema de pensiones) el envejecimiento de la población.

El tercer reto está vinculado al endeudamiento de empresas y familias. A pesar de la reducción de la deuda privada en casi 50 puntos del PIB desde 2010, esta ratio todavía se sitúa por encima del nivel promedio de la zona del euro y la situación patrimonial para algunos segmentos de la población, tanto de hogares como de empresas, sigue siendo vulnerable.

En términos agregados, el crédito bancario continuó moderándose en 2015, aunque a un ritmo menor que en años anteriores. Esta dinámica a escala agregada es compatible con un entorno donde siguen aumentando los flujos nuevos de financiación, que, en el ámbito empresarial, se dirigen de manera mayoritaria hacia sectores y compañías con una más elevada capacidad de crecimiento. A esta recuperación de la financiación a hogares y sociedades habría contribuido la mejora en la solvencia y liquidez de las entidades de crédito, si bien el entorno de bajos tipos de interés, la reducción del saldo vivo del crédito y la existencia de un volumen de activos dudosos y adjudicados todavía relevante siguen presionando a la baja la rentabilidad de las entidades bancarias.

Por otra parte, el endeudamiento con el exterior, aunque ha comenzado a reducirse, sigue siendo muy alto y representa un elemento importante de vulnerabilidad; en particular, por las necesidades recurrentes de financiación frente al exterior que plantea. Su corrección exige consolidar la capacidad de generar superávits por cuenta corriente de forma sostenida, para lo cual resulta también crucial afianzar las ganancias de competitividad alcanzadas durante los últimos años.

Uno de los retos más importantes que tiene nuestra economía a largo plazo es la mejora de la productividad. Solo un incremento en el nivel de eficiencia en la utilización de los recursos productivos disponibles nos permitirá mejorar el crecimiento potencial, en particular en un escenario de envejecimiento de la población como el que se dibuja para las próximas décadas.

Converger a los niveles de productividad de las economías más avanzadas es una tarea compleja, que requiere de acciones diversas y sostenidas en el tiempo. Como se desprende del análisis del capítulo 4 del Informe, facilitar la financiación de nuevos proyectos de inversión y reducir las barreras al dinamismo empresarial resultan esenciales para favorecer una asignación eficiente de recursos entre empresas y sectores. Algunas de estas barreras tienen su origen en distintos elementos regulatorios, lo que aconseja la revisión de aquellos que resultan excesivamente restrictivos para la competencia en determinados mercados o que establecen incentivos contrarios al crecimiento empresarial.

Al mismo tiempo, elevar la productividad exige fomentar la acumulación de capital humano y tecnológico, y mejorar las instituciones que establecen el marco de relaciones legales y administrativas entre el sector público y el privado.

Por último, no se pueden obviar las profundas implicaciones que tiene nuestra pertenencia a la Unión Europea y a la Unión Económica y Monetaria. Las decisiones adoptadas en este ámbito en los últimos años y, en especial, las relativas al desarrollo de la arquitectura institucional común y a la política monetaria han constituido importantes elementos de apoyo en esta fase de recuperación. Dar continuidad a este impulso requiere, en estos momentos, completar el entramado institucional de la UEM y avanzar hacia una mayor integración económica, financiera, fiscal y política.



### 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

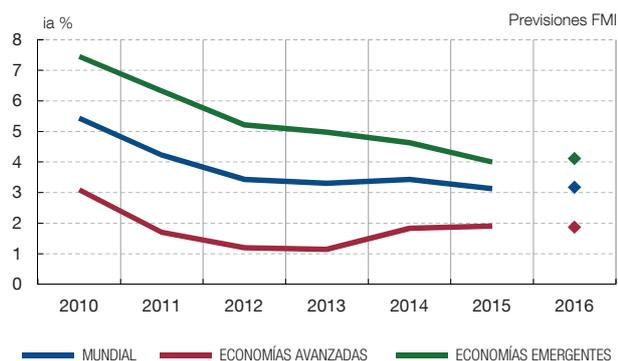
La economía española intensificó en 2015 el ritmo de la recuperación iniciada a mediados de 2013. A pesar del menor crecimiento global y de la debilidad cíclica del área del euro, los avances en el restablecimiento de los principales equilibrios macrofinancieros, los sucesivos descensos en el precio 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).

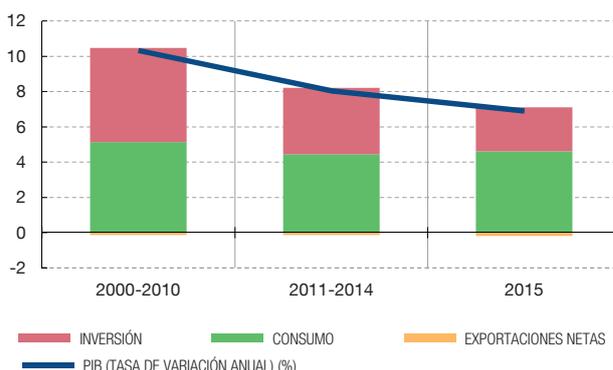
En 2015, el tono expansivo de la política fiscal confluyó con otros factores cuyos efectos positivos sobre el crecimiento se espera que sean asimismo transitorios, entre los que se encuentran las sucesivas bajadas del precio del petróleo y otras materias primas, la depreciación del tipo de cambio del 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.

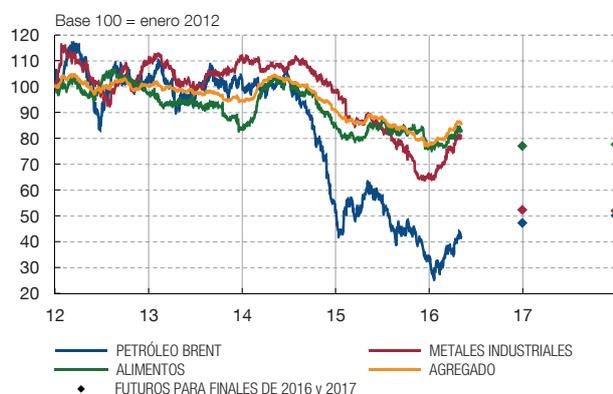
1 CRECIMIENTO DEL PIB Y PREVISIONES DEL FMI



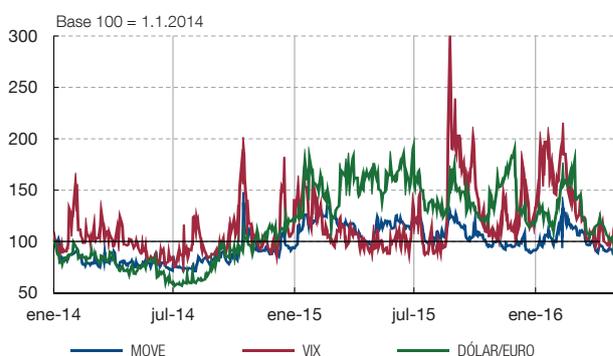
2 REEQUILIBRIO EN CHINA



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.

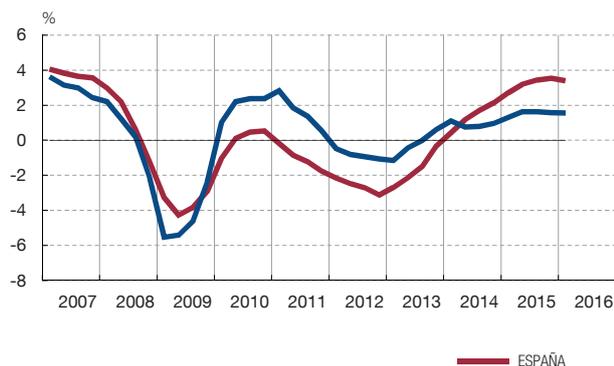
... y las perspectivas de crecimiento se han revisado a la baja recientemente

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.

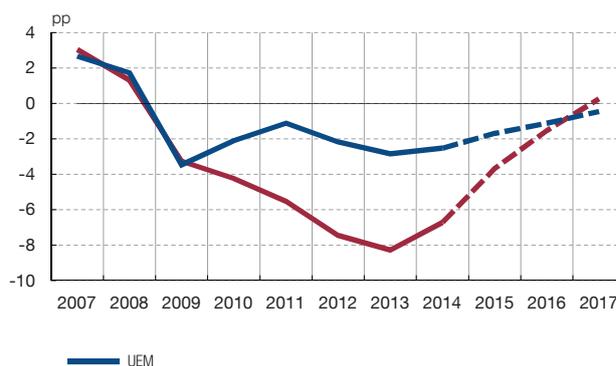
El ritmo de creación de empleo, aunque sostenido, resulta aún insuficiente para reducir de manera significativa el elevado nivel de desempleo que todavía persiste en algunos países

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).

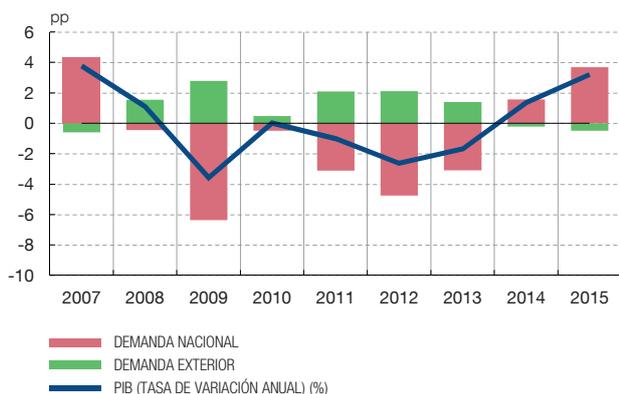
e Niveles en porcentajes del PIB.

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

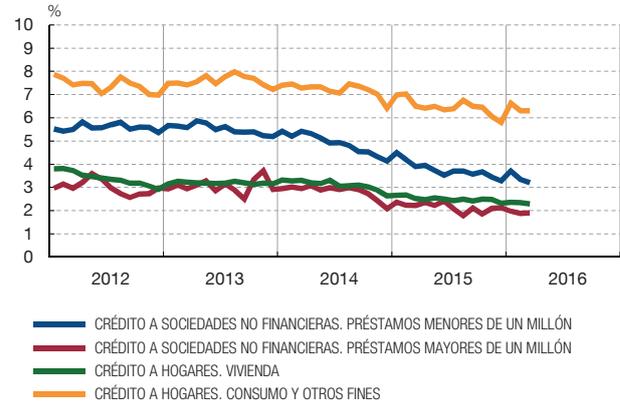
En este contexto, la economía española registró una capacidad de financiación del 2,1 % del PIB en 2015 (0,5 pp del PIB superior a la registrada el año anterior). Esta ampliación se explica principalmente por el aumento del superávit por cuenta corriente, asociado a la disminución del déficit energético, 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.

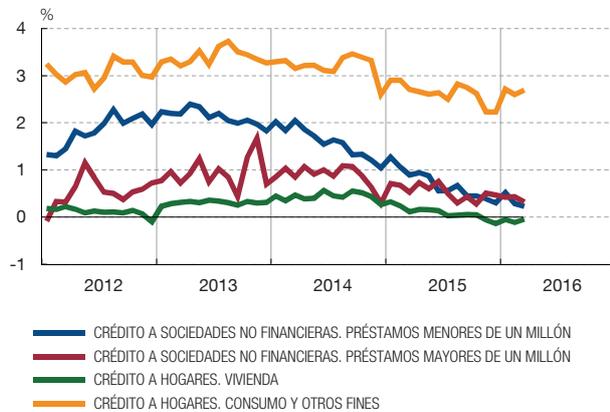
1 RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS Y DIFERENCIAL CON ALEMANIA



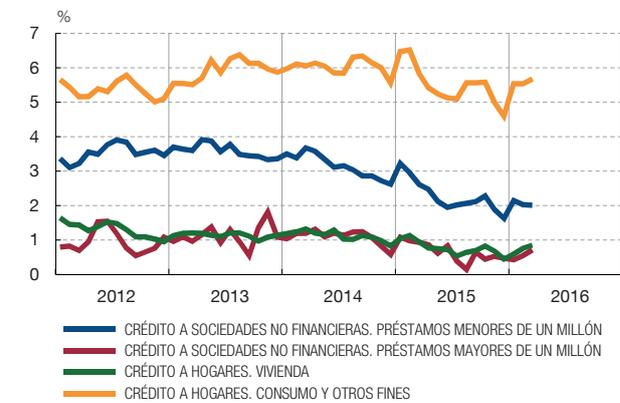
2 TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS. ESPAÑA



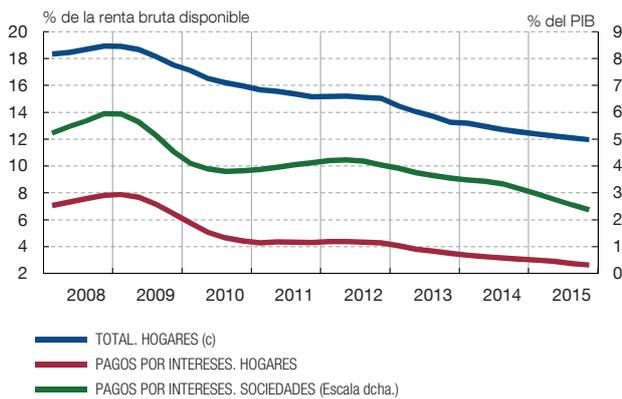
3 TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS. DIFERENCIA ESPAÑA-NÚCLEO UEM (a)



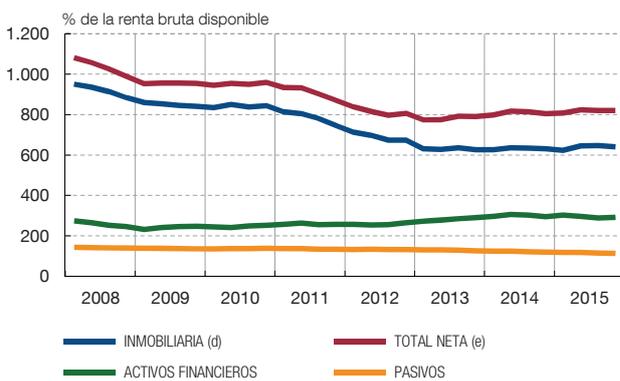
4 TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS REALES (b). ESPAÑA



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

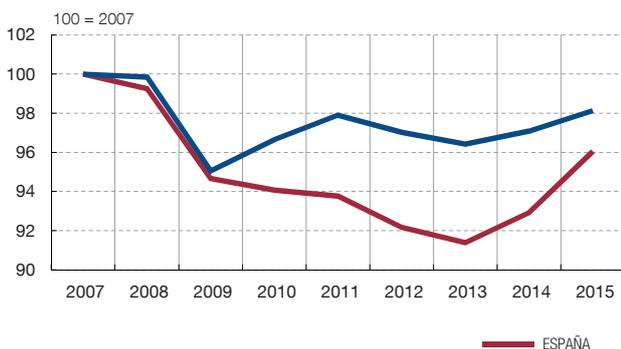
Tanto la recuperación de los flujos brutos de financiación como la reducción de los pagos asociados a la devolución de las deudas contraídas (resultado de los menores niveles de endeudamiento y de la caída de los costes de financiación) habrían resultado en un incremento del volumen de recursos disponibles 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.

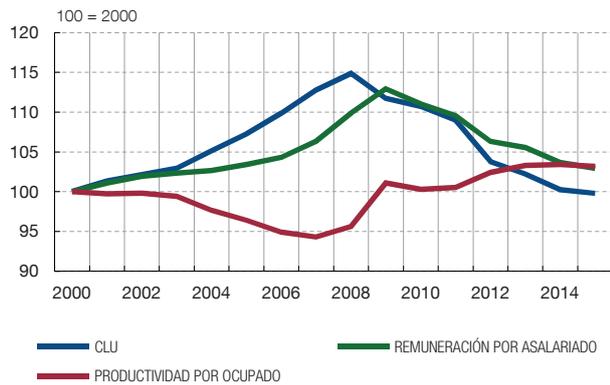
A pesar de su buen comportamiento reciente, el mercado de trabajo español se enfrenta al reto de reducir el elevado desempleo, para evitar que una parte considerable de él se convierta en estructural, y para favorecer un comportamiento más dinámico de la productividad (véase recuadro 1.2). En efecto, 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.

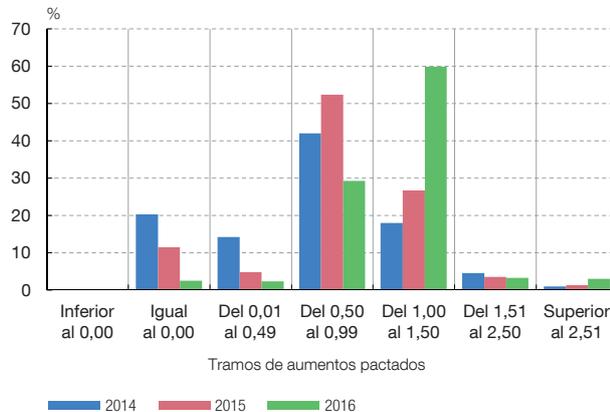
1 COSTES LABORALES UNITARIOS EN ESPAÑA RELATIVOS AL ÁREA DEL EURO



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.

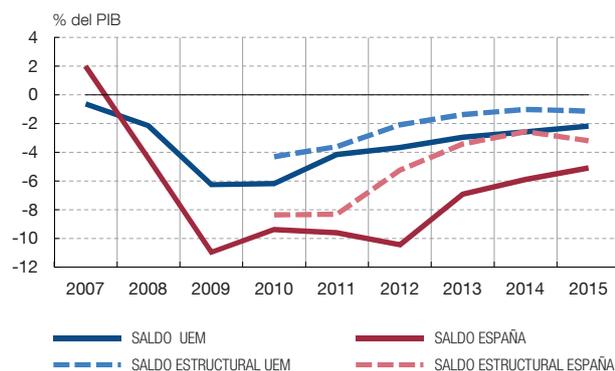
Por tanto, resultan necesarias actuaciones adicionales que aceleren la caída del desempleo y reduzcan la temporalidad

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.

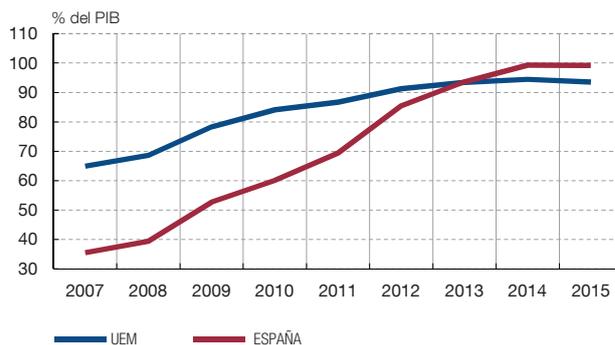
5 Véase P. Font, M. Izquierdo y S. Puente (2015), «Real wage responsiveness to unemployment in Spain: Asymmetries along the business cycle», *IZA Journal of European Labor Studies*.

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

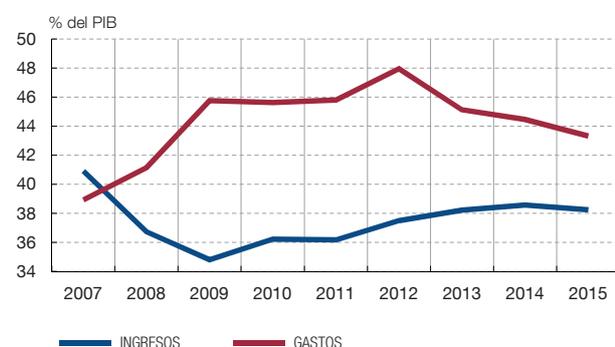
1 SALDO Y SALDO ESTRUCTURAL (a)



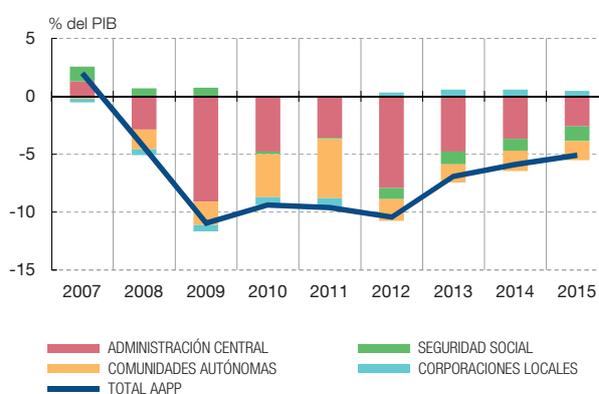
2 DEUDA PDE



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 refinanciar 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 bajaría 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...

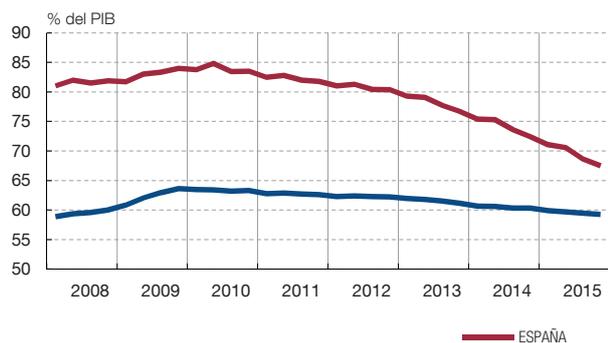
Las ratios de endeudamiento de las familias y de las empresas españolas siguieron descendiendo en 2015, hasta alcanzar, respectivamente, el 67% y el 86% del PIB (véanse paneles 1 y 2 del gráfico 1.8). De este modo, dichas ratios acumulan retrocesos de 17 pp y 32 pp, respectivamente, desde los máximos 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.

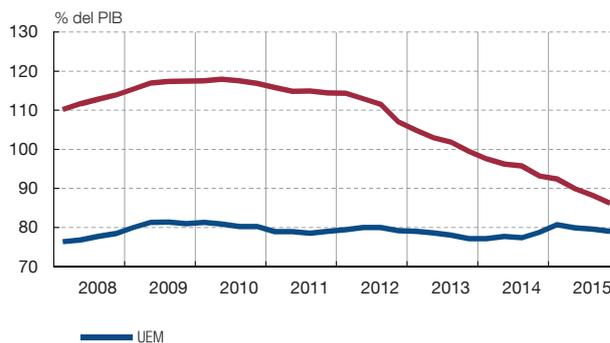
12 Véase R. Ramos (2014), «El nuevo factor de revalorización y de sostenibilidad del sistema de pensiones español», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España.

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.

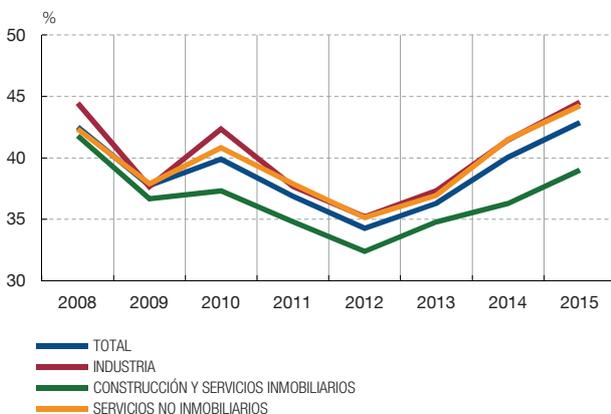
1 RATIO DE ENDEUDAMIENTO. HOGARES



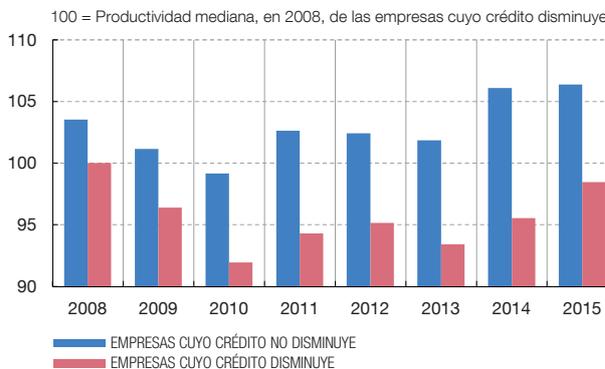
2 RATIO DE ENDEUDAMIENTO. SOCIEDADES NO FINANCIERAS



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

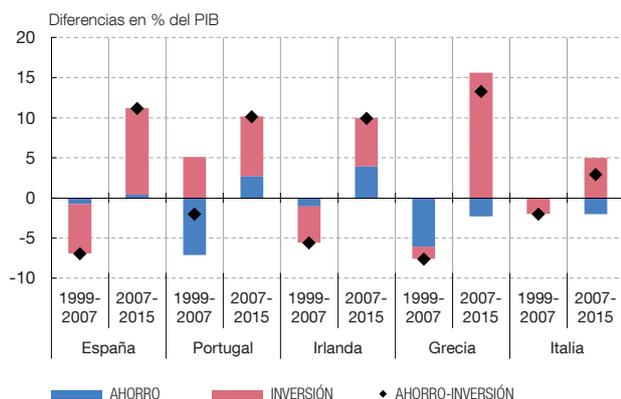
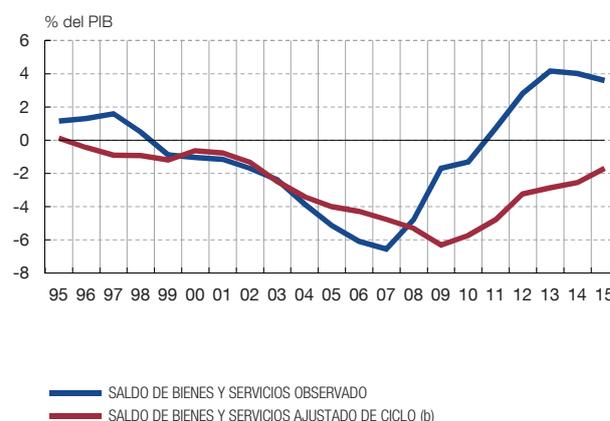
En 2015, continuaron produciéndose avances en el balance exterior, en términos tanto de la capacidad de financiación del conjunto de la nación como, en menor medida, de la posición de inversión internacional. En el primer caso, el saldo ha mejorado en torno a 11 pp de PIB desde 2007, como resultado, 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.

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.

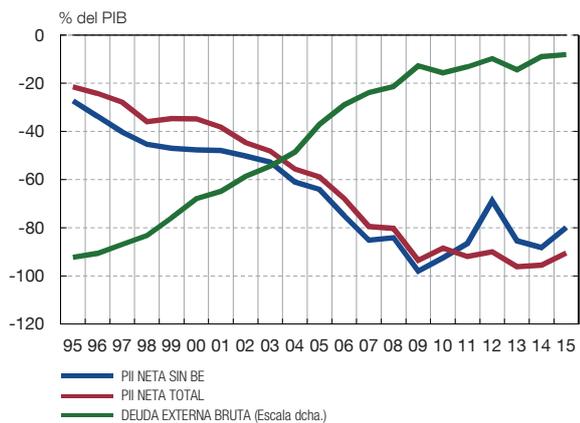
... pero la posición deudora neta frente al exterior, aunque ya ha empezado a reducirse, se mantiene en niveles muy elevados y su corrección exige profundizar en las ganancias de competitividad

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.

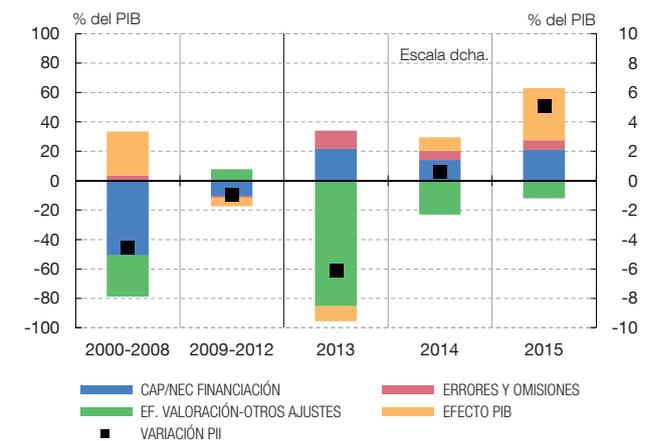
### 3.5 LA MEJORA DE LA PRODUCTIVIDAD

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

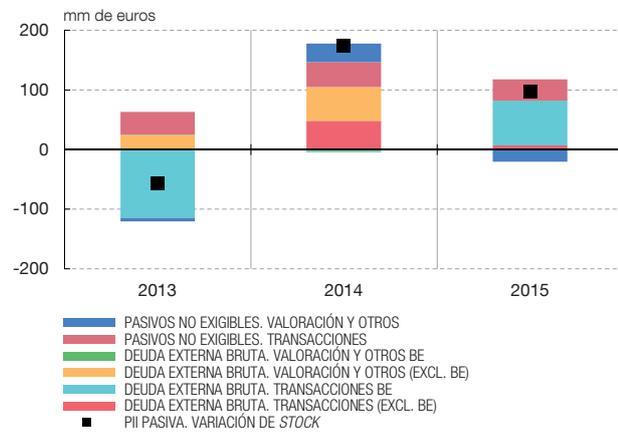
1 EVOLUCIÓN DE LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL (PII) NETA Y DE LA DEUDA EXTERNA BRUTA (a)



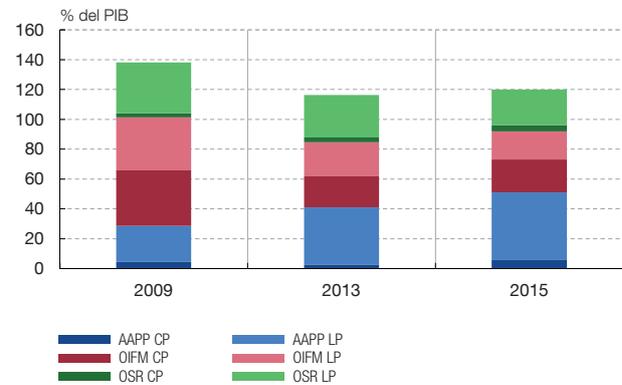
2 DETERMINANTES DE LA VARIACIÓN DE LA PII NETA (b)



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

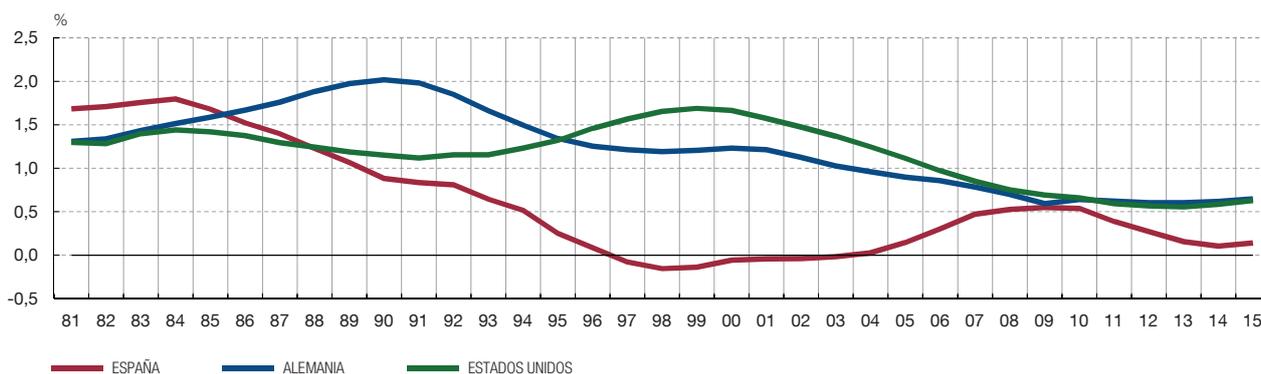
A efectos ilustrativos, el crecimiento agregado de la PTF se puede descomponer, por un lado, en la contribución procedente de la productividad media de las empresas, en cuya evolución influyen las mejoras intrínsecas en el nivel de capacitación de trabajadores y empresarios, la organización empresarial 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.

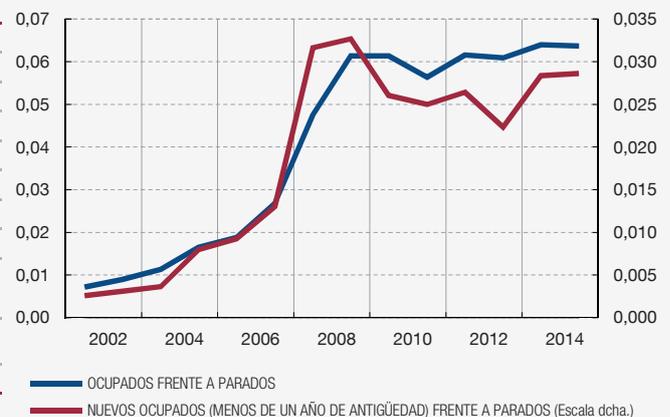
**Cuadro 1**  
EVOLUCIÓN DEL DESEMPLEO Y DEL DESEMPLEO DE LARGA DURACIÓN Y DISTRIBUCIÓN DEL PARO DE LARGA DURACIÓN Y DE MUY LARGA DURACIÓN POR CARACTERÍSTICAS EN EL AÑO 2015

	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

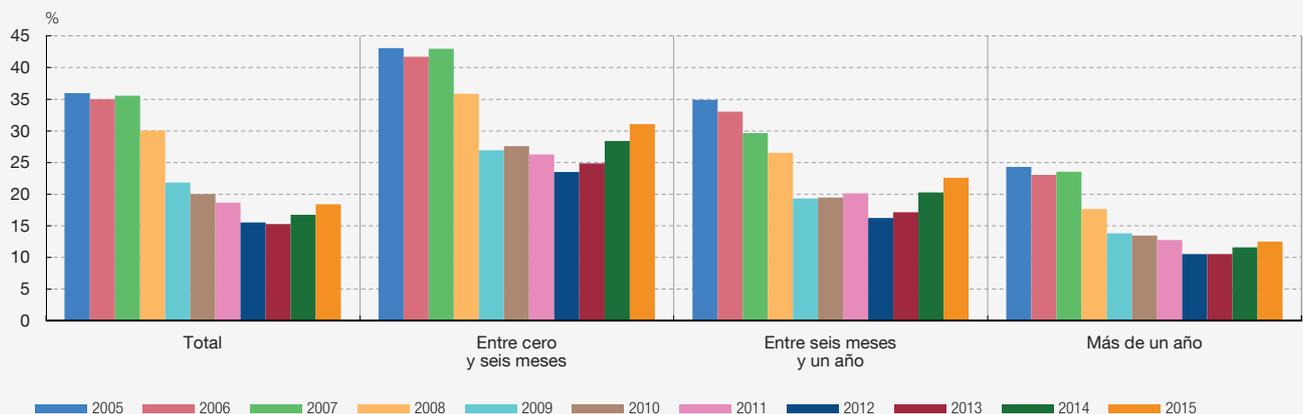
**Cuadro 2**  
DETERMINANTES DE LA PROBABILIDAD DE SALIDA DEL DESEMPLEO AL EMPLEO (a)

	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.



*Como se describe en el capítulo 1 de este Informe, la recuperación que está experimentando la economía española desde mediados de 2013 es el resultado de una combinación de distintos factores, que incluyen algunos de naturaleza predominantemente transitoria y otros de carácter más persistente. Dentro de este segundo grupo destaca, por su importancia, la mejora de la competitividad de la economía española acumulada en los últimos años, entendida en un sentido amplio, que engloba la disminución tanto de costes —laborales y financieros— como de precios, en relación con el conjunto del área del euro. Este capítulo evalúa el papel desempeñado por este proceso de ajuste competitivo en la actual fase de crecimiento.*

*El ajuste de precios y costes, que ha generado una depreciación del tipo de cambio real de la economía española, dio lugar en los primeros años de la crisis a un comportamiento muy dinámico de las exportaciones y a una corrección significativa del desequilibrio exterior. La fortaleza de las ventas al exterior propició, a su vez, un aumento de la demanda de factores productivos, permitiendo que la recuperación de la actividad se extendiera a los componentes nacionales del gasto. En efecto, el empuje exportador alentó las decisiones de inversión empresarial, favorecidas también por el descenso de los costes de financiación, e impulsó la creación de empleo, en un contexto en el que las sucesivas reformas del entorno regulatorio en el ámbito laboral han facilitado una mejor adecuación de los costes salariales y, en general, de las condiciones laborales a la situación específica de los distintos sectores y empresas. Finalmente, la mejora en la dinámica del empleo que ha acompañado al actual ciclo expansivo ha impulsado, junto con otros factores, una notable recuperación del consumo privado, aun en un escenario en el que el ritmo de avance de los salarios ha sido moderado.*

*El proceso de ajuste competitivo que se analiza en este capítulo ha contribuido de forma significativa al avance hacia el restablecimiento del equilibrio macroeconómico de la economía española. No obstante, este proceso dista de haber concluido, como muestra la concurrencia simultánea de una elevada dependencia importadora, un abultado saldo deudor neto frente al exterior y una tasa de paro todavía muy elevada. La consecución de progresos adicionales en estos frentes requiere una profundización en el proceso de mejoras competitivas y, a más largo plazo, la aplicación de una agenda de reformas que fomente un mayor dinamismo de la productividad.*

### 1 Introducción

La recuperación de la economía española está avanzando a buen ritmo, si bien las secuelas de la crisis son todavía significativas

La larga expansión que antecedió a la crisis condujo a pérdidas de competitividad severas, que se tradujeron en déficits exteriores y un sobrecalentamiento de la economía

La crisis económica reciente dejó una profunda huella en la economía española. Entre el segundo trimestre de 2008 y el mismo período de 2013, el PIB retrocedió un 9,3 %, mientras que el empleo experimentó una caída del 19,1 %. La contracción de las rentas de familias y empresas condujo a una disminución pronunciada de su gasto y de su contribución a los ingresos públicos. Por su parte, la recuperación iniciada desde mediados de 2013 ha permitido que el PIB y el empleo recobren 5,5 puntos porcentuales (pp) y 4,3 pp del descenso previo, respectivamente, hasta niveles que, no obstante, se encuentran todavía 3,8 pp y 15,6 pp por debajo de los máximos previos a la crisis.

Durante la fase de expansión, la reducción del coste del endeudamiento y la abundancia de crédito, en buena medida asociada a la puesta en marcha de la UEM, propiciaron una fuerte expansión de la demanda. Ello, a su vez, alimentó un diferencial positivo de inflación frente al resto del área y condujo a un encarecimiento relativo de los bienes no comercializables frente a los comercializables, en un contexto de aumento sostenido y pronunciado de los costes laborales unitarios relativos<sup>1</sup>. Estos desarrollos contribuyeron a

<sup>1</sup> Véase el capítulo 4 del Informe Anual de 2014.

frenar la expansión de las exportaciones netas y a que se desplazaran recursos hacia los sectores productores de bienes no comercializables y, en especial, hacia la construcción, de modo que estas actividades alcanzaron un peso excesivo en el valor añadido y el empleo de la economía, lo que, a su vez, dio lugar a que los riesgos del sistema financiero se concentraran de forma desmesurada en estas ramas. El resultado fue un desequilibrio exterior muy elevado y persistente, que se tradujo en voluminosos déficits de la balanza comercial y en una creciente posición deudora neta frente al resto del mundo, como reflejo de los elevados niveles de deuda asumidos por los hogares y las empresas.

Inicialmente, la recesión generó un aumento brusco del desempleo y una mejora del saldo exterior

La brusca caída de la actividad, al inicio de la crisis, como consecuencia del colapso del sistema financiero internacional y del agotamiento del auge inmobiliario, condujo a un aumento rápido e intenso del paro y a una acusada moderación del gasto privado interno, en un contexto de incremento significativo del déficit y del endeudamiento públicos. La menor demanda interna y el repunte de las exportaciones llevaron a una reducción del déficit comercial y, por tanto, a una disminución del desequilibrio externo. A su vez, el aumento del paro y la contracción del gasto de hogares y empresas dieron lugar a una elevada brecha de producción negativa y a un deterioro de la situación patrimonial de las instituciones financieras. Esta dinámica se acentuó cuando, en el verano de 2012, la economía sufrió una contracción repentina de los flujos de financiación exterior.

Dentro de la multiplicidad de factores que explican la recuperación, la mejora de la competitividad desempeña un papel destacado

La recuperación posterior se ha asentado sobre diversos factores, cuya naturaleza es muy dispar. Algunos de ellos, de carácter eminentemente transitorio, como la bajada del precio del petróleo, la política de expansión cuantitativa del BCE o la adopción de un tono expansivo de la política fiscal tras varios años de restricción presupuestaria, han operado fundamentalmente en el período más reciente, potenciando el crecimiento del PIB y del empleo en 2015, según se analiza en los capítulos 1 y 3 de este Informe. Otro grupo de factores que explican la reactivación de la economía española tiene un origen anterior en el tiempo y comporta efectos más persistentes, que se derivan de su contribución a la corrección de las fuentes de los desequilibrios que se fueron acumulando durante la fase expansiva. Además de algunos otros elementos relevantes, pero que no son objeto de análisis directo en este capítulo, como la recapitalización y el saneamiento del sistema financiero, dentro de este segundo apartado se incluye la mejora de la competitividad de la economía, que se refleja en los ajustes de precios y de costes relativos.

Una parte de las ganancias de competitividad ha discurrido además a través de la moderación de los costes de financiación

Las diversas decisiones en el ámbito monetario y financiero, que incluyen la mencionada reestructuración y el saneamiento del sector financiero español y las sucesivas medidas adoptadas por el BCE (cuyo impacto es objeto de análisis en el capítulo 3), también han contribuido de modo muy relevante a la recuperación de la economía. Uno de los efectos fundamentales de estas actuaciones ha discurrido a través de la mejora de las condiciones de financiación, tras el fuerte deterioro observado en el momento culminante de la crisis de deuda soberana, que, en particular, se manifestó a través del surgimiento de un elevado diferencial entre el coste del crédito otorgado a los agentes españoles y el concedido a sus homólogos en los países del núcleo del área del euro. El repunte posterior de la actividad se ha visto apoyado por la convergencia de las condiciones de financiación crediticia hacia las vigentes en este último grupo de países, lo que ha supuesto una fuente adicional de mejora de la posición competitiva de la economía española.

Las ganancias de competitividad están contribuyendo a la mejora del saldo exterior y, más recientemente, a la reducción del elevado desempleo

La corrección de los costes relativos, o devaluación interna, ha supuesto la alternativa natural ante la no disponibilidad del tipo de cambio como herramienta de ajuste

El capítulo se centra en analizar el papel de las ganancias de competitividad en la recuperación reciente de la economía española

## 2 Una caracterización del ajuste competitivo

En ausencia del tipo de cambio como herramienta de ajuste, la recuperación de la competitividad exterior debe asentarse sobre los cambios en los costes y precios

El proceso de devaluación interna puede ser fomentado por diversas políticas económicas...

En el período transcurrido desde el inicio de la crisis, la reversión de las pérdidas de competitividad acumuladas en la etapa anterior ha ayudado, a través de los ajustes de precios y costes relativos, a que la economía haya tendido a la restauración del equilibrio externo. La participación de las exportaciones en el PIB se ha incrementado en casi 8 pp desde el comienzo de la crisis, hasta el 33,1 %, lo que ha permitido, junto con el descenso del peso de las importaciones, que, de un déficit del saldo de bienes y servicios del 6 % del PIB en 2007, se haya pasado a registrar un superávit del 2,5 % en 2015<sup>2</sup>. Con el tiempo, la mejora de la posición competitiva ha impulsado la creación de empleo y ha alentado las decisiones de inversión, conduciendo a una senda de reducción del desequilibrio interno, en un contexto en el que la demanda interna privada se ha erigido, en el período más reciente, en la fuerza motriz de la recuperación.

Este capítulo describe el proceso de ajuste competitivo procedente de estos dos desarrollos —la corrección de los costes laborales y la de los costes financieros— y evalúa su papel en la recuperación de la economía española. Este ajuste competitivo suple al que se produciría a través de una devaluación cambiaria, en la medida en que ambas vías permiten una depreciación del tipo de cambio efectivo real, y, por eso, se le denomina comúnmente *devaluación interna*. En el caso de la economía española, el proceso de devaluación interna se inició poco después del comienzo de la crisis por lo que respecta a la corrección de los costes laborales relativos, y en el otoño de 2012 en el caso de la mejora de los costes financieros relativos.

Tras esta introducción, la segunda sección de este capítulo describe los canales de traslación de una mejora de la competitividad de la economía a los diferentes componentes del PIB y se compara la experiencia reciente en España con la ocurrida en la crisis de principios de los años noventa. A continuación, se aporta evidencia sobre el impacto de las ganancias de competitividad en términos de costes laborales unitarios relativos sobre las exportaciones y se señalan las dificultades para identificar efectos análogos en la vertiente importadora. El cuarto apartado analiza cómo la moderación de costes laborales y financieros de la economía ha podido favorecer el repunte de la demanda interna. El capítulo se cierra con algunas conclusiones.

Durante el ciclo expansivo que precedió a la crisis, la economía española había acumulado un significativo desequilibrio exterior, que dio lugar a una posición de inversión internacional neta negativa, de una magnitud muy elevada, próxima al 100 % del PIB. La corrección de un desequilibrio de esta naturaleza requiere un desplazamiento de gasto desde los bienes de producción extranjera hacia los de producción interna, lo cual precisa, a su vez, de cambios en los precios relativos. En un contexto en el que el tipo de cambio está disponible como un instrumento adicional, su depreciación nominal ayuda, al menos a corto plazo, a restablecer el equilibrio exterior, al abaratar las exportaciones y encarecer las importaciones. Sin embargo, esta forma de ajuste no es viable para una economía perteneciente a una unión monetaria, donde la reducción en términos relativos de los costes y precios de la producción interna frente a la extranjera ha de venir a través de los mecanismos endógenos de respuesta de la economía ante la recesión, que pueden ser reforzados por actuaciones de política económica.

Aunque el proceso de devaluación interna se desencadena de manera endógena con la llegada de la crisis, su intensidad y persistencia pueden ser afectadas por diferentes

<sup>2</sup> La mejora de la balanza comercial se ha observado también, aunque de forma algo menos marcada, en términos del saldo no energético, que entre 2007 y 2015 ha mejorado en 6,3 pp, en porcentaje del PIB.

medidas de política económica. En particular, como se analiza en detalle en el recuadro 2.1, una crisis como la que se inició en España en 2008 reduce la demanda de consumo e inversión de los agentes privados, lo que da lugar a una moderación de los precios y salarios de la economía. Este abaratamiento relativo de los productos nacionales supone una depreciación del tipo de cambio efectivo real, favoreciendo las exportaciones y desalentando las importaciones. Esta evolución del comercio exterior contrarresta parcialmente la caída de la demanda interna y contribuye a mitigar el descenso de la actividad y del empleo. La intensidad de este proceso de devaluación interna y, por tanto, sus efectos sobre la actividad dependen de múltiples factores, entre los que destaca, de modo crucial, el grado de respuesta de los precios y costes a la caída de la demanda. De esta forma, actuaciones de política económica que potencien el ajuste de los precios y los costes de la economía tienden a intensificar los efectos beneficiosos del proceso de devaluación interna.

... entre las que las reformas del mercado de trabajo y de los mercados de bienes y servicios desempeñan un papel fundamental

En particular, dado el peso del factor trabajo en la estructura productiva, las reformas del mercado de trabajo dirigidas a aumentar las posibilidades de contención de los costes laborales desempeñan un papel fundamental a la hora de favorecer el proceso de devaluación interna y de aumentar su persistencia en el tiempo. En particular, ante el deterioro de la situación cíclica derivado de la crisis, una mayor flexibilidad salarial facilita el ajuste de costes y, por ende, de los precios fijados por las empresas, mejorando la competitividad y permitiendo una recuperación más intensa de la actividad. En este sentido, la reforma laboral aprobada en 2010 y, en especial, la de 2012 habrían reforzado el proceso de moderación de los costes laborales unitarios (CLU) observado desde el inicio de la crisis<sup>3</sup>. Esto no solo habría tenido efectos positivos sobre las condiciones competitivas de las empresas, sino que además habría reducido sus necesidades de ajuste de empleo, con el consiguiente efecto positivo sobre la inversión y el consumo privado. Por otro lado, reformas que aumentan el grado de competencia en el mercado de bienes y servicios permiten maximizar los efectos positivos de la contención salarial, ya que fomentan una mayor traslación de las ganancias competitivas en términos de costes a precios y, por tanto, sus efectos sobre los flujos exteriores de la economía (véase recuadro 2.1).

El proceso de devaluación interna es complejo y sus efectos sobre la actividad y el empleo dependen de un conjunto amplio de factores

Además de la flexibilidad salarial, existe un amplio conjunto de factores de los cuales dependen los efectos de un proceso de devaluación interna. En particular, el impacto es mayor cuanto más reaccionen los flujos comerciales a las ganancias de competitividad y cuanto más propicio sea el contexto exterior en el que se produzca este proceso<sup>4</sup>. En el marco de la UEM, los efectos positivos de la devaluación interna pueden verse limitados si el conjunto de países que necesitan mejorar al mismo tiempo su competitividad representa una proporción elevada del PIB del área<sup>5</sup>. Por otro lado, la efectividad del proceso de ajuste de precios y salarios puede verse limitada si se alcanzara la cota inferior de los tipos de interés<sup>6</sup>. En esta situación, la aplicación de políticas monetarias no convencionales

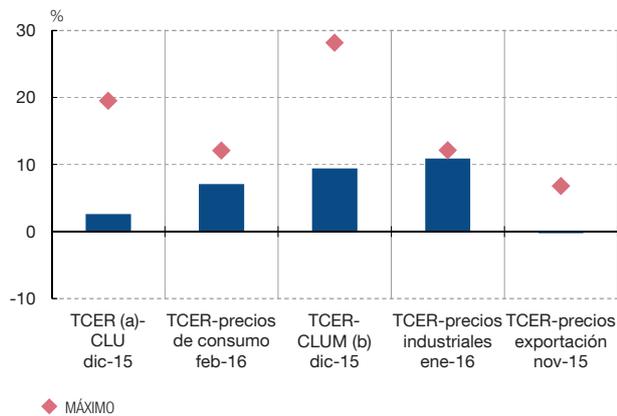
3 Véase M. Izquierdo, A. Lacuesta y S. Puente (2013), «La reforma laboral de 2012: un primer análisis de algunos de sus efectos sobre el mercado de trabajo», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España, pp. 55-64. Resultados similares se han encontrado recientemente en R. Domènech, J. R. García y C. Ulloa (2016), *Los efectos de la flexibilidad salarial sobre el crecimiento y el empleo*, Documento de Trabajo 1605, BBVA Research, o en Comisión Europea (2016), *Country Report Spain 2016*, Commission Staff Working Document n.º 78.

4 Este aspecto se aborda en detalle en J. Andrés, Ó. Arce y C. Thomas (2014), *Structural reforms in a debt overhang*, Documentos de Trabajo, n.º 1421, Banco de España.

5 Véase, por ejemplo, J. Decressin, R. Espinoza, I. Halikias, D. Leigh, P. Loungani, P. Medas, S. Mursula, M. Schindler, A. Spillimbergo y T. Teng Xu (2015), *Wage moderation in crises: policy considerations and applications to the Euro Area*, IMF Staff Discussion Note 15/22.

6 Esta cuestión se analiza en G. Eggertsson, A. Ferrero y A. Raffo (2014), «Can structural reforms help Europe?», *Journal of Monetary Economics*, vol. 61(C), pp. 2-22, y en J. Andrés, Ó. Arce y C. Thomas (2014), *Structural reforms in a debt overhang*, Documentos de Trabajo, n.º 1421, Banco de España.

1 ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE AL ÁREA DEL EURO  
Tasas acumuladas desde diciembre de 1998



2 TIPOS DE INTERÉS EN CRÉDITOS POR IMPORTE INFERIOR  
A UN MILLÓN DE EUROS



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a TCER: Tipo de cambio efectivo real.

b CLUM: Costes laborales unitarios en manufacturas.

c El núcleo del área del euro comprende los siguientes países: Alemania, Austria, Francia, Holanda, Finlandia y Luxemburgo.

Descargar

que reduzcan los tipos de interés a largo plazo (por ejemplo, a través de una expansión cuantitativa o de la orientación de las expectativas) contribuye a reforzar los efectos positivos de los procesos de devaluación interna<sup>7</sup>.

La medición de la evolución de la competitividad-precio no es una tarea sencilla

Una primera dificultad a la que se enfrenta la medición de un proceso de devaluación interna son las imperfecciones de los distintos indicadores para medir la evolución de la competitividad. Cada una de las diferentes medidas de competitividad-precio incluye distintos grupos de productos, que, por ejemplo, pueden no estar sometidos en todos los casos a la competencia internacional o incluir en ocasiones el efecto de cambios impositivos que distorsionen la medición de la competitividad. Además, aunque los indicadores de costes laborales permiten vincular la evolución de la competitividad con el funcionamiento estructural de la economía, la información que proporcionan sobre la competitividad relativa de los países puede ser muy parcial, ya que solo capturan uno de los elementos importantes que subyacen en el concepto de competitividad<sup>8</sup>.

En todo caso, los indicadores apuntan a una apreciable mejora de la competitividad desde 2008, aunque de magnitud dispar y más pronunciada en términos de CLU...

Aunque los indicadores de competitividad-precio elaborados a partir de distintas medidas del tipo de cambio efectivo real coinciden en apuntar a una elevada magnitud del proceso de devaluación interna iniciado en 2008, la intensidad del ajuste observado difiere en función del deflactor que se utilice (véase gráfico 2.1). La mejora de la competitividad ha sido más visible en términos de los costes laborales por unidad de producto. De acuerdo con esta variable, en 2015 se habrían corregido casi completamente las pérdidas de competitividad acumuladas, que fueron de cerca de un 20%, desde el inicio de la UEM hasta 2008. Esta corrección se basó inicialmente en un repunte acusado de la productividad

7 Véanse el capítulo 3 de este Informe; Ó. Arce, S. Hurtado y C. Thomas (2015), *Policy Spillovers and Synergies in a Monetary Union*, Documentos de Trabajo, n.º 1540, Banco de España; y M. Charpe y S. Kühn (2015), *Beggar or prosper-thy-neighbour? The international spillovers of labour cost*, Research Paper n.º 11, International Labour Organization.

8 Para más detalle, véanse el capítulo 2 del Informe Anual de 2011 o A. Crespo, G. Pérez-Quirós y R. Segura-Cayuela (2011), «Indicadores de competitividad: la importancia de la asignación eficiente de los recursos», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España, pp. 31-39.

aparente del trabajo, que mostró un crecimiento acumulado del 10 % entre 2010 y 2012, derivado de la intensa destrucción de empleo, para posteriormente descansar principalmente sobre la moderación salarial, especialmente a partir de 2012.

... que cuando se usan otras medidas

No obstante, si se atiende a la evolución del tipo de cambio efectivo real deflactado por el IPC o por los precios industriales, se observa una corrección más modesta del elevado diferencial acumulado en el período 1999-2008<sup>9</sup>. Por su parte, el indicador que mide la competitividad a partir de los precios de exportación ha mostrado a lo largo de la etapa analizada una evolución notablemente más estable. Esta menor variabilidad estaría reflejando la necesidad de las empresas exportadoras de someterse a la competencia internacional, de modo que tienden a actuar tomando sus precios como determinados por la dinámica de los mercados mundiales, ajustando sus márgenes ante cambios en los costes con el objetivo de mantenerse competitivas. Así, en la fase previa a la crisis, caracterizada por un aumento de los CLU relativos frente al área del euro, las empresas exportadoras procuraban trasladar esos incrementos solo parcialmente a sus precios, con la consiguiente compresión de márgenes. Tras la crisis, las empresas tampoco habrían transmitido a sus precios completamente la disminución de los costes laborales relativos, lo que se ha traducido en un aumento de los márgenes de las actividades exportadoras. Este aumento de los márgenes podría también estar relacionado, en parte, con el encarecimiento del crédito y las mayores dificultades para el acceso a este que las empresas españolas han padecido en algunas fases de la crisis. Ante estos desarrollos, las sociedades no financieras habrían recurrido en mayor medida a la financiación interna por el doble motivo de obtener recursos a menor coste y de acelerar su desapalancamiento, al objeto de mejorar su calidad crediticia<sup>10</sup>.

Las ganancias de competitividad se vieron reforzadas a partir de 2013 por la mejora de las condiciones de financiación

A partir de mediados de 2013, la mejora de la competitividad se vio reforzada por el descenso de los tipos de interés de los préstamos bancarios, que, especialmente en algunos segmentos, se situaban muy por encima de los observados en el núcleo del área del euro y que, desde entonces, han tendido a converger con los de estos países, a raíz de las diferentes actuaciones emprendidas a escala tanto nacional (reestructuración del sistema financiero) como europea (acciones de política monetaria del BCE y cambios en la arquitectura institucional del área del euro). En concreto, el diferencial de tipos de interés frente al núcleo del área en los nuevos créditos a sociedades no financieras por importes inferiores a un millón de euros (que tienden a coincidir con los concedidos a empresas pequeñas) se ha reducido 1,5 pp desde mediados de 2013, mientras que el correspondiente a los créditos por importe superior a esta cuantía ha caído 0,5 pp (véase panel 2 del gráfico 2.1)<sup>11</sup>. Esta disminución de los costes de financiación ha venido acompañada por una mejora en el acceso al crédito, como reflejan las encuestas realizadas a las entidades y a las propias empresas y los datos disponibles sobre tasas de aceptación de las solicitudes de préstamos recibidas por las instituciones crediticias.

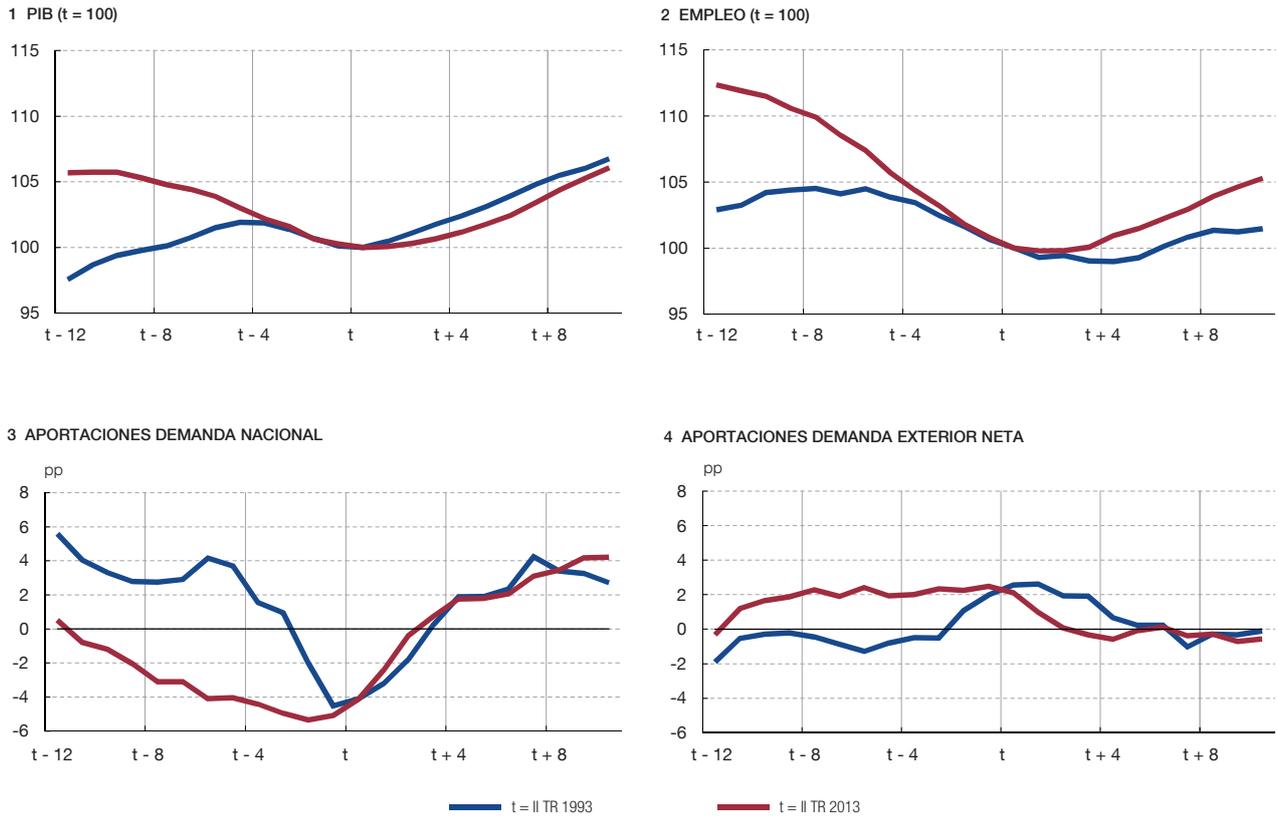
El perfil de la recuperación actual del PIB comparte algunos rasgos con el observado en la salida de la crisis de principios de los años noventa, aunque la duración de la crisis reciente fue muy superior

A la hora de caracterizar el actual episodio de recuperación de la economía española, es útil confrontarlo con el que tuvo lugar en nuestro país tras la crisis de comienzos de los años noventa, a pesar de que la duración y la intensidad del último período recesivo fue muy superior, lo que dificulta la comparación. En el gráfico 2.2 se muestran los perfiles del PIB, el empleo y

9 En el caso del IPC, esta discrepancia refleja, al menos en parte, diferentes factores no directamente relacionados con el proceso de devaluación interna, como el aumento de los impuestos indirectos y de los precios administrados que se ha producido a lo largo de este período.

10 Véase J. M. Montero y A. Urtasun (2014), *Price-cost mark-ups in the Spanish economy: a microeconomic perspective*, Documentos de Trabajo, n.º 1407, Banco de España. De hecho, la inclusión del stock de crédito en una ecuación de exportaciones muestra una relación negativa entre ambas variables, dado el desapalancamiento en que han incurrido las empresas manufactureras en el período poscrisis.

11 Los retrocesos de esos dos tipos de interés en España a lo largo del período considerado fueron, respectivamente, de 1,7 pp y 0,8 pp.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.



las contribuciones de la demanda nacional y externa en las dos recuperaciones analizadas<sup>12</sup>. Se observa que los perfiles de mejora del producto, a partir del mínimo cíclico, son muy similares, aunque algo más pronunciado el de la crisis de principios de los años noventa. En particular, ambas recuperaciones se basan en un repunte similar de la demanda nacional. Las diferencias son algo mayores por lo que respecta a la demanda neta exterior, que, en el ciclo de los noventa, se caracterizó por presentar una aportación positiva en los trimestres posteriores a la depreciación del tipo de cambio, que tendió a desvanecerse al cabo de algo más de un año. En el ciclo más reciente, la aportación del sector exterior fue positiva ya en los años previos al mínimo cíclico, en un contexto en que las mejoras de competitividad determinaban un repunte sostenido de las exportaciones al tiempo que la demanda nacional seguía ejerciendo una aportación negativa al crecimiento del producto<sup>13</sup>. Con la recuperación de la demanda interna, se fortalecieron las importaciones, con lo que, a pesar de que las exportaciones siguieron avanzando de forma sostenida, la aportación de la demanda externa al crecimiento del PIB tendió a desaparecer. Por último, la recuperación reciente ha sido más intensa en generación de empleo, lo que refleja la contención de los costes laborales y el uso más flexible del factor trabajo relacionados, al menos en parte, con la reforma del marco regulatorio del mercado de trabajo.

12 A. Gómez Loscos y C. Martín (2014), «Una comparación de la respuesta del sector exterior en las dos últimas recesiones», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España.

13 Para un análisis más detallado de las diversas fases de la crisis más reciente, véase E. Ortega y J. Peñalosa (2013), *Algunas reflexiones sobre la economía española tras cinco años de crisis*, Documentos Ocasionales, n.º 1304, Banco de España. Por otro lado, el fechado de los ciclos se ha hecho coincidiendo con los trimestres en los que el PIB alcanza su nivel mínimo, por lo que no coincide exactamente con el desarrollado por el Comité de Fechado del Ciclo Económico Español (CFCEE) en Asociación Española de Economía (2015), «Fechado del ciclo económico español», [http://asesec.org/CFCweb/cf\\_index.htm](http://asesec.org/CFCweb/cf_index.htm).

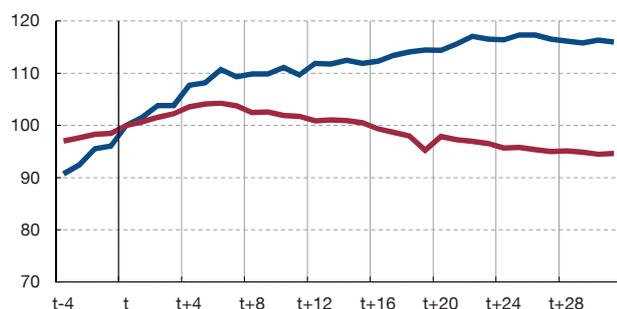
1 TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL (t = 100)



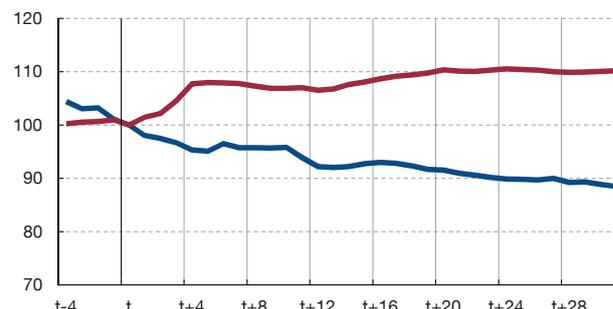
2 COSTES LABORALES UNITARIOS RELATIVOS (t = 100)



3 REMUNERACIÓN POR ASALARIADO RELATIVA (t = 100)



4 PRODUCTIVIDAD POR OCUPADO RELATIVA (t = 100)



— t = I TR 1992

— t = I TR 2008

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

[Descargar](#)

Aunque el proceso actual está basado en ajustes graduales de costes y muestra un mayor grado de persistencia

A pesar de estas semejanzas entre ambos episodios en términos de las sendas de reactivación de la actividad y de las contribuciones de los componentes interno y externo de la demanda, los mecanismos de ajuste del sector exterior en ambos episodios han sido distintos en uno y en otro caso. En las dos recuperaciones, el restablecimiento de la competitividad-precio ha favorecido el avance de las exportaciones, con una corrección en el tipo de cambio efectivo real medido con CLU relativamente similar al cabo de cinco años desde el inicio de cada una de las dos crisis. No obstante, en los noventa esta recuperación de la competitividad vino asociada a las sucesivas devaluaciones del tipo de cambio, ganancias de competitividad que fueron muy intensas pero que tuvieron un carácter parcialmente transitorio conforme los costes y precios internos fueron acumulando un crecimiento diferencial positivo frente a las principales economías de nuestro entorno (véase gráfico 2.3). Por el contrario, las ganancias de competitividad que han tenido lugar tras la crisis más reciente son el resultado de un proceso mucho más gradual de naturaleza interna, de ajuste paulatino y más sostenido de los costes relativos.

### 3 El impacto de la devaluación interna sobre las exportaciones españolas

Desde 2010, las exportaciones españolas han mostrado un comportamiento muy dinámico

Tras el inicio del proceso de devaluación interna, las exportaciones españolas han mostrado un dinamismo elevado, superior al observado en el conjunto de países del área del euro, lo que se ha traducido en una evolución comparativamente más favorable de las cuotas de los exportadores españoles en los mercados internacionales. Este dinamismo explica una parte importante de la significativa corrección del desequilibrio exterior que se ha producido en la economía española en los últimos años, ya que las importaciones, que se ajustaron de forma cíclica en la recesión, rebotaron de forma acusada desde 2014, al hacerlo la demanda final, según se analiza con mayor detalle en el recuadro 2.2.

Este comportamiento favorable de las ventas al exterior se ha apoyado en la mejora de la competitividad

Los principales determinantes considerados habitualmente a la hora de explicar la evolución de las exportaciones incluyen una variable de escala que mide la trayectoria de la demanda externa —aproximada a través del volumen de importaciones de los países de destino— y otra de precios relativos. En el gráfico 2.4 se muestran los resultados de distintas estimaciones de la elasticidad de las exportaciones españolas a diferentes indicadores de competitividad, distinguiendo entre las realizadas al área del euro y las que tienen al resto del mundo como destino. En general, la respuesta estimada de las exportaciones en el largo plazo es algo inferior cuando se utiliza el indicador basado en la evolución de los CLU en comparación con el uso de distintas medidas de precios, lo que se explicaría porque la traslación a precios de las variaciones en los costes es típicamente incompleta, de modo que estas se verían parcialmente reflejadas en cambios en los márgenes<sup>14</sup>. En cuanto al desglose geográfico, las exportaciones cuyo destino es el exterior del área del euro responden en mayor medida a la variable de competitividad, lo que podría deberse a que los productos exportados a las economías emergentes se caracterizan, en general, por un menor grado de diferenciación, de modo que la competencia en precios sería más intensa. Según se observa en los paneles 3 y 4 del gráfico 2.4, como es habitual en este tipo de estimaciones, la demanda externa es el principal determinante de las exportaciones. No obstante, las ganancias de competitividad habrían contribuido de forma significativa a explicar el aumento de las ventas al exterior en el período más reciente. Las estimaciones disponibles apuntan a que entre el 15% y hasta un tercio del crecimiento de las exportaciones entre 2010 y 2015 se explicaría gracias a las mejoras competitivas, según aquellas se midan a través de los precios de exportación o de los CLU relativos<sup>15</sup>.

La demanda externa y los indicadores de competitividad no explican plenamente el comportamiento de las exportaciones, lo que apunta a que la competitividad es un concepto complejo, que va más allá de los precios o costes

Los dos determinantes principales considerados, esto es, la demanda mundial y la competitividad, no explican completamente el dinamismo reciente de las exportaciones, como se deduce de los residuos de las ecuaciones mostradas en el gráfico 2.4. El comportamiento favorable de las ventas al exterior podría explicarse de modo más adecuado a partir de la consideración de un concepto más amplio de competitividad que englobara no solo la evolución de los precios y costes relativos, sino también otros factores, como la variedad o la calidad de los bienes y servicios. Estos elementos adicionales son de medición compleja, por lo que a menudo se recurre al análisis de las cuotas exportadoras como indicador de competitividad *ex post*, en la medida en que las cuotas de exportación miden la capacidad de la economía para adaptarse a las variaciones de la demanda procedente del exterior o a la competencia de otros países. Desde este punto de vista, los resultados cosechados por la economía española desde 2010, coincidiendo, de forma aproximada, con el inicio del proceso de recuperación de competitividad medida con precios y costes, merecen una valoración positiva (véase panel 5 del gráfico 2.4).

La caída de la demanda interna también habría contribuido a explicar la evolución favorable reciente de las ventas al exterior, al inducir a las empresas a buscar nuevos demandantes para sus productos

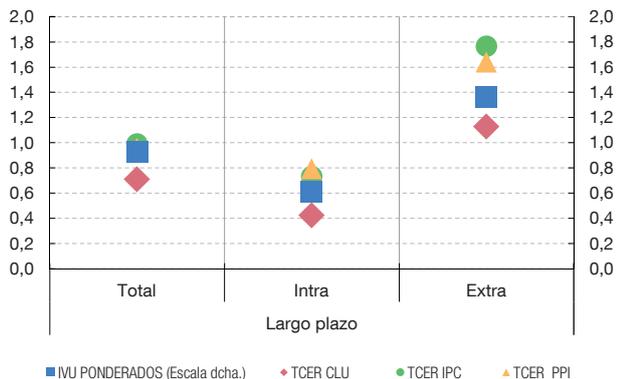
Además, la debilidad de la demanda interna durante la prolongada recesión habría hecho aumentar los incentivos de las empresas a redirigir sus ventas hacia mercados exteriores<sup>16</sup>. Esto habría podido verse reflejado tanto en un aumento del volumen de exportaciones de aquellos productores que ya vendían al exterior antes de la crisis como en un

14 En este sentido, cabe esperar que sea precisamente en los sectores exportadores (así como en aquellos otros cuya producción, aun estando fundamentalmente destinada al mercado interno, está sometida a la competencia de las importaciones) donde la traslación a precios de los cambios en los costes sea menos pronunciada, dado que el poder de mercado de las empresas de estos sectores es comparativamente menor.

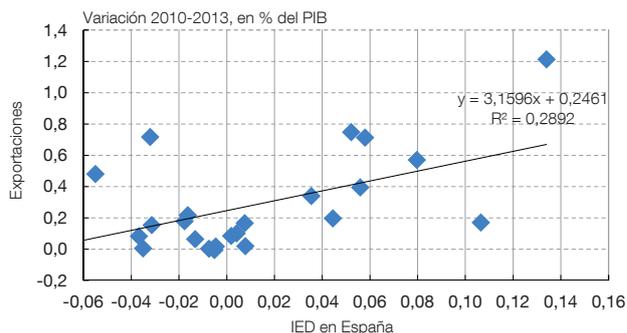
15 En general, la literatura suele encontrar que la capacidad de los indicadores de competitividad-precio o coste para explicar la evolución de las exportaciones es relativamente modesta. En A. Crespo, G. Pérez-Quirós y R. Segura-Cayuela (2011), «Indicadores de competitividad: la importancia de la asignación eficiente de los recursos», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España, pp. 31-39, la competitividad explica casi el 10% de la varianza de las exportaciones, frente al 80% de los mercados y algo más del 10% de otros factores.

16 Véase E. Prades y C. García (2015), «Actualización de la función de las exportaciones españolas de bienes», *Boletín Económico*, abril, Banco de España, pp. 31-39.

1 ELASTICIDAD DE LAS EXPORTACIONES ESPAÑOLAS A PRECIOS/COSTES FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS (a)



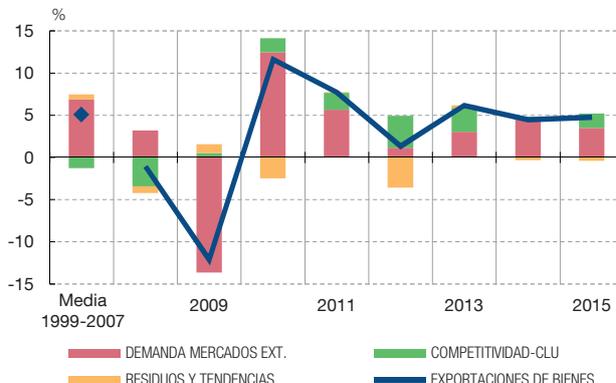
2 RELACIÓN IED EN ESPAÑA Y EXPORTACIONES POR RAMAS



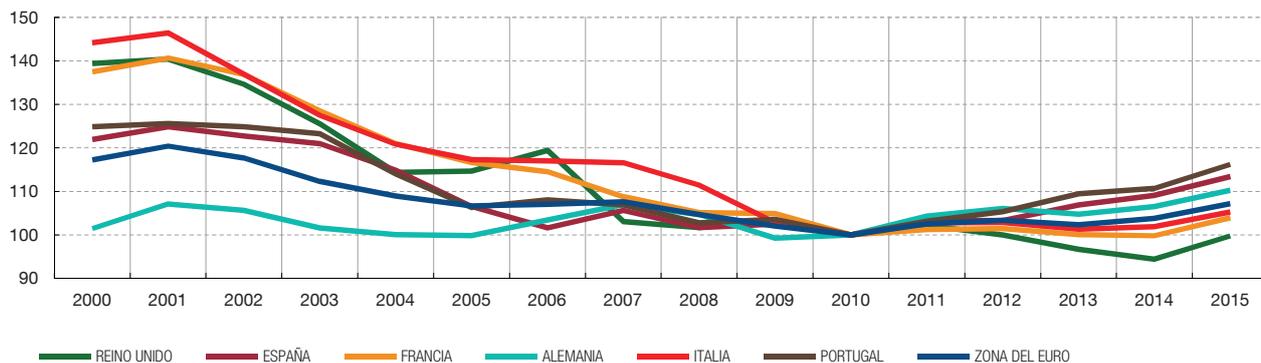
3 EXPORTACIONES DE BIENES Y SUS DETERMINANTES (COMPETITIVIDAD MEDIDA CON PRECIOS DE EXPORTACIÓN)



4 EXPORTACIONES DE BIENES Y SUS DETERMINANTES (COMPETITIVIDAD MEDIDA CON COSTES LABORALES UNITARIOS)



5 CUOTAS DE EXPORTACIÓN DE BIENES (REALES) Índice 100 = 2010



FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Competitividad, y Banco de España.

a Los índices de competitividad se calculan frente a 22 países desarrollados. El período muestral es 1990-2013.

incremento del número de empresas exportadoras, lo que, en particular, estaría relacionado con el papel que han desempeñado las pymes en el proceso de expansión de las ventas al exterior, aspecto este último que se analiza más adelante. En este sentido, existe evidencia, para el conjunto del área del euro, de que la probabilidad de que una empresa exporte está correlacionada negativamente con la evolución de la demanda interna<sup>17</sup>.

El aumento de la base exportadora podría haberse visto ayudado indirectamente por las mejoras de competitividad, que, además, habrían impulsado la llegada de IED

La mejora de la competitividad-precio no solo habría conducido a que un número mayor de empresas se hayan incorporado a la actividad exportadora, sino que también habría podido contribuir a atraer inversión procedente del exterior. En este sentido, si bien el volumen de inversión extranjera directa (IED) en España no ha experimentado cambios sustanciales desde la crisis, el peso de los sectores comercializables dentro del total ha aumentado, lo que resultaría en una cierta reasignación de los factores productivos hacia estas ramas. Un análisis más desagregado muestra que aquellos sectores, dentro de los comercializables, que han recibido más IED tienden a coincidir con aquellos en los que se ha registrado un aumento más acusado de las exportaciones<sup>18</sup>.

Un análisis microeconómico revela un claro aumento de la base exportadora, que en parte es atribuible a las pymes

Con información a escala de empresa, es posible descomponer la evolución agregada de las exportaciones en las contribuciones del número de compañías exportadoras y del volumen medio de exportación unitario, lo que se suele denominar, respectivamente, como márgenes extensivo e intensivo de las exportaciones<sup>19</sup>. Un primer aspecto que cabe reseñar, en este sentido, es que la actividad exportadora mantiene una relación creciente con el tamaño de la empresa (panel 1 del gráfico 2.5). Desde 2010, se ha observado un notable aumento del porcentaje de empresas exportadoras en todos los tamaños, que es más intenso entre las pymes de entre 50 y 199 trabajadores, así como entre las empresas de mayor tamaño. De hecho, las pymes explican casi la totalidad del incremento del margen extensivo observado entre 2010 y 2013. Por lo que respecta al margen intensivo, casi la mitad del aumento registrado en ese período es atribuible a las pymes, proporción mucho más elevada en el caso de las empresas exportadoras no estables, lo que refleja su reciente incorporación a los mercados mundiales<sup>20</sup>. En el panel 3 del gráfico 2.5, se muestra la descomposición del crecimiento agregado de las exportaciones en función de las contribuciones de los márgenes intensivo y extensivo y distinguiendo por tamaño de empresa. Se observa que, a partir de 2011, el incremento de la base exportadora fue adoptando cada vez un mayor protagonismo a la hora de explicar la evolución agregada de las exportaciones<sup>21</sup>.

Las empresas exportadoras muestran menores costes laborales y financieros, y son significativamente más productivas que las no exportadoras

Con el objetivo de analizar las diferencias que se observan entre las empresas en función de su actividad exportadora, en el cuadro 2.1 se presentan los resultados de relacionar la probabilidad de que una empresa tenga actividad exportadora con un conjunto de características. Este análisis revela que las empresas exportadoras, en promedio, afrontan unos

17 Véase H. Vandenbussche (2014), «Firm-level productivity and exporting: diagnosing the role of financial constraints», *Product Market Review 2013: Financing the Real Economy*, Comisión Europea.

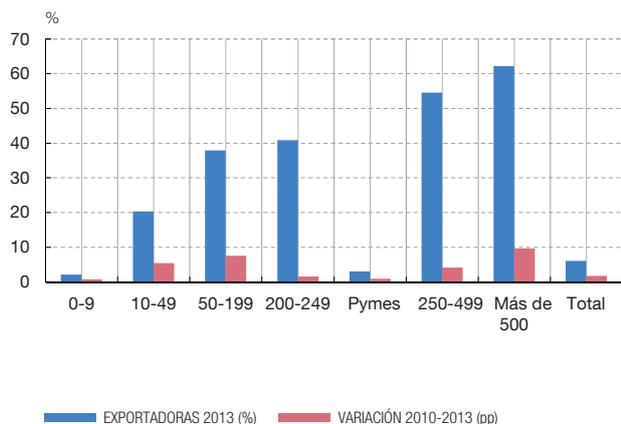
18 Para un análisis del impacto de la IED sobre las empresas españolas, véase A. Rodríguez y P. Tello (2014), «El impacto de la inversión exterior directa sobre la productividad y el empleo del sector manufacturero español (2001-2010)», *Boletín Económico*, enero, Banco de España, pp. 105-115.

19 La información utilizada procede del cruce de los datos de la Balanza de Pagos, la Central de Balances y las Cuentas Anuales depositadas en los Registros Mercantiles [véase C. Martín Machuca, A. Rodríguez y P. Tello, (2009), «Determinantes principales de la decisión de exportar de las empresas españolas», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España, pp. 30-42]. La actividad exportadora de las pymes puede estar infrarrepresentada como consecuencia de la elevación, en 2008, del umbral de declaración a efectos de la Balanza de Pagos.

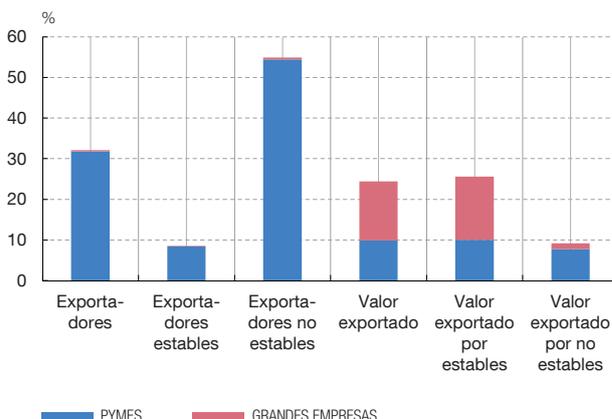
20 Se entiende por relación exportadora no estable aquella en la que una empresa ha vendido en un destino concreto del resto del mundo durante menos de cuatro años consecutivos.

21 Véase M. J. González y C. Martín (2015), «La internacionalización de las pymes españolas: principales desarrollos recientes y sus determinantes», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España, pp. 43-53.

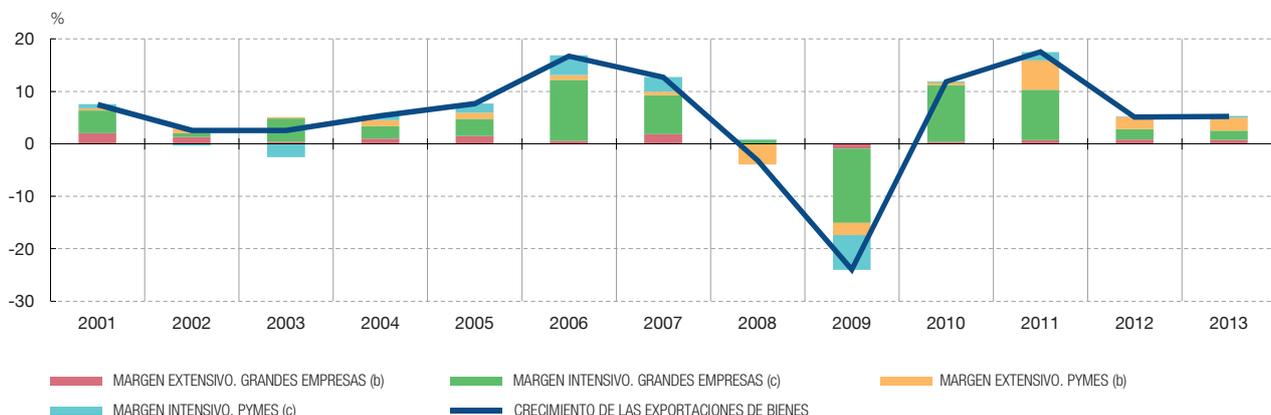
1 PROPORCIÓN DE EMPRESAS EXPORTADORAS POR TRAMOS DE TAMAÑO  
Porcentaje sobre el total de empresas



2 CONTRIBUCIONES DE LAS PYMES Y DE LAS GRANDES EMPRESAS A LA EVOLUCIÓN DE LA BASE EXPORTADORA Y DE LAS EXPORTACIONES  
Variaciones entre 2010 y 2013



3 MARGEN EXTENSIVO E INTENSIVO: CONTRIBUCIÓN A LA VARIACIÓN DE LAS EXPORTACIONES (a)  
Período 2001-2013



FUENTES: Banco de España, a partir de las estadísticas de Balanza de Pagos, CBA y Registro Mercantil.

- a Se calculan los márgenes para aquellas empresas cuyo tamaño es conocido. Las grandes empresas incluyen aquellas con 250 trabajadores o más.
- b El margen extensivo se define como la contribución al incremento (descenso) en el valor exportado derivado de un aumento (retroceso) del número de países a los que una empresa exporta o relaciones comerciales «empresa-país de destino».
- c El margen intensivo se define como la contribución al incremento (descenso) en el valor exportado derivado de un aumento (retroceso) de la cantidad exportada por cada empresa a cada país.

niveles inferiores de costes financieros y laborales, lo que en el segundo caso se debe a su mayor nivel de productividad, que permite acomodar una remuneración por asalariado más elevada. Se observa, además, que la relación entre la actividad exportadora y la productividad del factor trabajo se ha reforzado a partir de 2010, lo que ha provocado un aumento de la relevancia de los CLU en la determinación de la probabilidad de que una empresa venda al exterior sus productos.

Se observa una respuesta significativa de las exportaciones a escala de empresa a la evolución de su competitividad

En el cuadro 2.2 se presentan los resultados de un análisis basado en un conjunto de regresiones que relacionan la evolución de los costes laborales y financieros a escala de empresa con el crecimiento de las exportaciones, distinguiendo entre distintos subperíodos. El panel superior del cuadro muestra cómo una disminución del 1 % en los CLU de una empresa está asociada a un aumento de sus exportaciones del 0,6 % en el período 2002-2007, y algo más elevado a partir de 2010. Además, una reducción de 1 pp de los

	Período 2001-2007	Período 2010-2013
Tamaño (medido en número de empleados)	1,4000*** (0,005)	1,861*** (0,008)
Ratio capital/trabajo	0,646*** (0,007)	0,832*** (0,013)
Productividad del trabajo	0,702*** (0,004)	0,897*** (0,006)
Salario medio	0,180*** (0,002)	0,191*** (0,004)
Costes laborales unitarios	-0,522*** (0,003)	-0,705*** (0,006)
Deuda	-0,018*** (0,001)	-0,007*** (0,002)
Rentabilidad financiera	0,032*** (0,006)	0,198*** (0,011)
Costes financieros	-0,011*** (0,0004)	-0,076*** (0,001)

FUENTE: Banco de España.

a Se analizan 157.312 empresas del sector manufacturero (sin coquerías ni refino de petróleo). Variables expresadas en logaritmos. Error estándar, entre paréntesis. \*, \*\*, \*\*\* implican significatividad estadística al 10%, 5% y 1%, respectivamente. El cuadro recoge los coeficientes de las estimaciones por mínimos cuadrados ordinarios de una variable ficticia que toma el valor 1 si la empresa es exportadora y 0 si no lo es.

## RELACIÓN ENTRE EXPORTACIONES Y VARIACIÓN DE COSTES LABORALES Y FINANCIEROS A ESCALA DE EMPRESA (a) (b)

Regresores	Variables dependientes		
	Exportaciones (tasa interanual) (c)		
	2002-2013	2002-2007	2010-2013
CLU (tasa interanual)	-0,58***	-0,55***	-0,63***
Costes financieros (tasa interanual)	-0,36***	-0,72***	-0,40***
	Margen intensivo exportaciones (tasa interanual) (d)		
	2002-2013	2002-2007	2010-2013
CLU (tasa interanual)	-0,02	-0,05**	-0,09***
Costes financieros (tasa interanual)	-0,04	-0,09	-0,07
	Probabilidad nueva empresa exportadora (e)		
	2010-2013 respecto a 2001-2007		
CLU (tasa interanual)	-0,2***	-0,2***	
Costes financieros (tasa interanual)	-	-1,2	
Pymes	-2,4***	-1,9***	

FUENTES: Microdatos de la Central de Balances de Banco de España y Balanza de Pagos.

a Las regresiones incluyen variables ficticias de sector y año.

\*, \*\*, \*\*\* implican significatividad estadística al 10%, 5% y 1%, respectivamente.

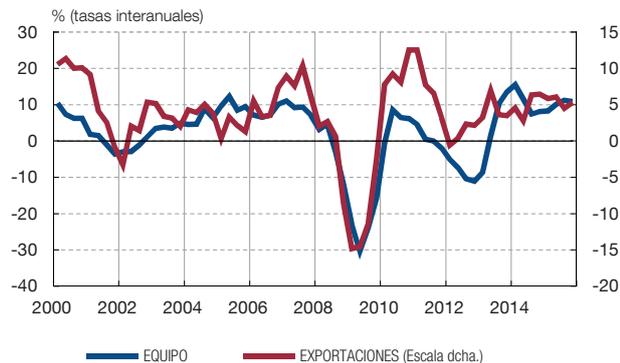
b Los costes financieros a escala de empresa se aproximan como el producto entre el stock de deuda de cada una de ellas y los tipos de interés medios sobre el stock total de crédito a sociedades no financieras, distinguiendo entre importes inferiores a 1 millón de euros (pymes) y superiores a ese importe (grandes empresas).

c Se incluyen 25.697 empresas del sector manufacturero (sin coquerías ni refino de petróleo).

d Aumento de las exportaciones a un destino dado. Se incluyen 27.547 empresas del sector manufacturero (sin coquerías ni refino de petróleo).

e Se incluyen 91.549 empresas del sector manufacturero (sin coquerías ni refino de petróleo).

1 RELACIÓN ENTRE LA INVERSIÓN EN BIENES DE EQUIPO Y LA DEMANDA EXTERIOR



2 RELACIÓN ENTRE LA INVERSIÓN EN BIENES DE EQUIPO Y LA DEMANDA NACIONAL



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.



costes de financiación de la empresa conduce a un incremento del 0,4 % de las exportaciones, aunque en este caso se observa un descenso en la etapa más reciente, posiblemente como reflejo de la mayor relevancia de otros factores que condicionan el acceso a la financiación en el contexto de la crisis. En cuanto al impacto de los costes de las empresas sobre el margen intensivo y la probabilidad de que una empresa se inicie en la actividad exportadora, en el cuadro 2.2 también se muestra que un aumento de los CLU tiende a reducir a medio plazo la proporción de las ventas totales destinada a los mercados exteriores. Al mismo tiempo, el ajuste de los costes laborales habría contribuido de forma significativa al inicio de la actividad exportadora por parte de empresas que durante la anterior etapa expansiva concentraron sus ventas en el mercado nacional<sup>22</sup>.

#### 4 El ajuste competitivo y la recuperación de la inversión, el empleo y el consumo privado

Después del profundo ajuste observado durante la crisis, la recuperación de la inversión en equipo está siendo muy intensa

Tras acumular un retroceso superior al 30 % entre 2008 y 2013, la inversión en bienes de equipo está mostrando un repunte muy pronunciado en la actual fase de recuperación, con crecimientos superiores al 10 % en los dos últimos años, hasta situarse solo un 5 % por debajo del nivel precrisis<sup>23</sup>. Esta pujanza se ha visto beneficiada por la mejora de las condiciones financieras, por la consolidación de un entorno de menor incertidumbre y, desde el punto de vista de la demanda, por el vigor de las exportaciones, al que se habría sumado posteriormente el empuje procedente del consumo de los hogares. En particular, las ganancias de competitividad vía precios y costes relativos habrían contribuido, a través de su efecto positivo sobre las ventas al exterior, a la reactivación de la inversión, especialmente durante el período recesivo y las primeras etapas de la actual recuperación. De acuerdo con las simulaciones realizadas con el Modelo Trimestral del Banco de España, una moderación del 1 % de los salarios conduce, al cabo de dos años, a un incremento de la inversión productiva privada de entre 0,4 pp y 1 pp, en función de la respuesta de los precios ante la moderación salarial<sup>24</sup>. El gráfico 2.6 ilustra cómo, de entre los componentes de la demanda final, la evolución

22 Como se analiza en S. Decramer, C. Fuss y J. Konings (2014), *How do exporters react to changes in cost competitiveness?*, ECB Working Paper Series n.º 1752, estos resultados están sujetos al sesgo de endogenidad de los CLU, ya que las empresas determinan de forma conjunta los salarios y la producción. Sin embargo, cuando se utilizan variables instrumentales para solventar este problema (en concreto, el segundo y tercer retardos de las variables explicativas), se observan unos resultados similares.

23 A modo de comparación, en el conjunto del área del euro esta variable se encuentra, a finales de 2015, todavía un 15 % por debajo de su nivel de comienzos de 2008.

24 La traslación de los efectos positivos de la moderación salarial hacia la inversión es mayor cuando los precios reaccionan a la contención de los salarios en la misma proporción, lo que se explica por la respuesta más intensa de las exportaciones.

de la inversión en bienes de equipo tras la crisis ha seguido en mayor medida a las exportaciones que a la demanda nacional (excluida la propia inversión en equipo).

El repunte de la inversión se ha beneficiado también de la mejora de la situación financiera de las empresas

La posición financiera de las empresas españolas ha mostrado una mejoría significativa en los últimos años, observándose descensos superiores a 30 pp y 15 pp en su ratio de endeudamiento y en su carga financiera desde los máximos respectivos, alcanzados a mediados de 2010 y finales de 2008. Un análisis a escala microeconómica pone de manifiesto el vínculo existente entre estas variables referidas a la posición financiera de las empresas y su demanda de factores productivos. En concreto, las empresas que realizan un mayor esfuerzo inversor se corresponden con aquellas con mayores niveles de rentabilidad y menores ratios de endeudamiento y carga financiera (véase gráfico 2.7)<sup>25</sup>. Este vínculo se habría reforzado durante la crisis, cuando, en un contexto de mayor aversión al riesgo, las entidades de crédito habrían diferenciado en mayor medida entre prestatarios con distinto grado de solidez patrimonial a la hora de conceder un crédito<sup>26</sup>. Por último, esta relación se acentúa cuando el grado de presión financiera supera un cierto umbral, a partir del cual las empresas presentan tasas de inversión sustancialmente menores, especialmente durante la crisis.

En la reactivación de la inversión habría influido notablemente la normalización de las condiciones financieras que comenzó a finales de 2012

La cuantificación del impacto de la posición patrimonial de las sociedades sobre su demanda de factores productivos puede realizarse mediante la estimación de modelos en los que se permite que la incidencia de las variables usadas para medir la fortaleza patrimonial de las empresas difiera entre los períodos previo y posterior a la crisis. Los resultados obtenidos utilizando una metodología que permite este tipo de distinción se muestran en el cuadro 2.3. Se observa que un mayor endeudamiento neto o una mayor carga financiera influyen negativamente sobre los niveles de inversión y de contratación de las empresas (aunque únicamente cuando superan un cierto umbral<sup>27</sup>), mientras que una mayor rentabilidad tiene un impacto positivo sobre aquellos. Estas estimaciones permiten una cuantificación tentativa del efecto del descenso del coste del crédito sobre la inversión de las sociedades no financieras, que podría estimarse, en términos acumulados para el período 2014-2015, en un 4 %.

El fuerte ajuste del empleo se tradujo en intensas caídas del consumo privado en la primera fase de la crisis

El proceso de recuperación de la competitividad iniciado en 2008 se basó, en su fase inicial, en el aumento de la productividad aparente del trabajo derivado del intenso ajuste del empleo, sin que los salarios reaccionaran inicialmente ante el cambio brusco en el ciclo. Estos desarrollos llevaron a un ajuste muy intenso del consumo de los agentes, derivado de la elevada caída sufrida por las rentas laborales y del aumento del ahorro por motivo precaución, ante el aumento percibido en la incertidumbre agregada. Así, en 2009, el empleo disminuyó más de un 6 %, lo que, a pesar del elevado incremento salarial observado —del 4,4 %—, llevó a un retroceso muy acusado del consumo privado —de un 3,7 %— (véase panel 1 del gráfico 2.8). Al mismo tiempo, se produjo una fuerte subida de la tasa de ahorro de los hogares, de más de 5 pp, hasta el 13,4 % de su renta bruta disponible.

A partir de 2012, se observa una intensificación del proceso de moderación salarial, lo que ha impulsado la recuperación del empleo...

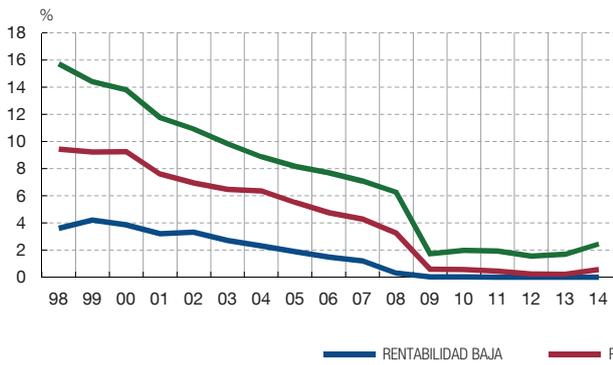
La prolongación del impacto negativo de la crisis sobre el empleo y las sucesivas reformas laborales aprobadas indujeron un cambio en este patrón de comportamiento, de

25 La carga financiera, el endeudamiento y la rentabilidad se definen, respectivamente, como el cociente entre los pagos por intereses por financiación recibida y los ingresos brutos, la ratio de deuda sobre activos, y el cociente entre los ingresos brutos y el volumen medio de activos de la empresa en el período considerado.

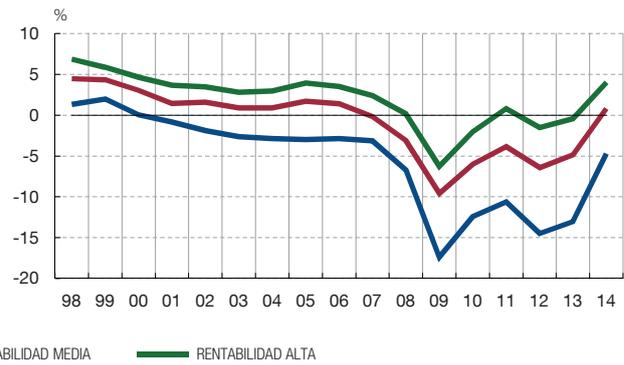
26 Véase recuadro 5.2 del *Informe Anual* de 2014.

27 Como se muestra en el cuadro 2.3, el impacto negativo de estas variables sobre la inversión y el empleo solo resulta significativo en el segundo subperíodo.

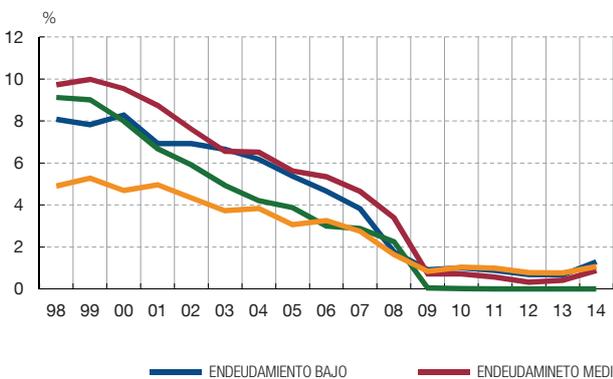
1 INVERSIÓN - RENTABILIDAD



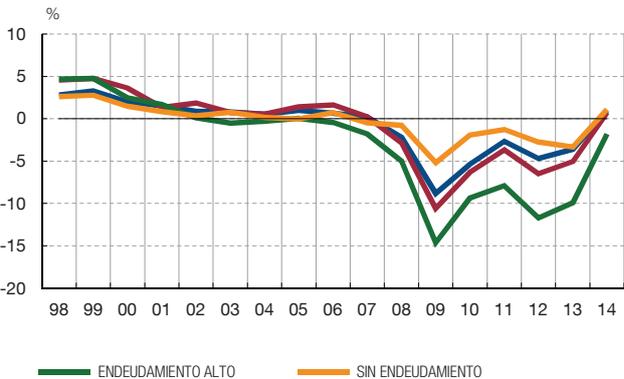
2 CRECIMIENTO DEL EMPLEO - RENTABILIDAD



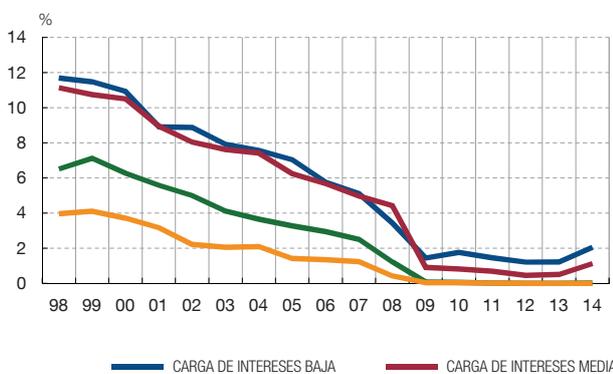
3 INVERSIÓN - ENDEUDAMIENTO NETO



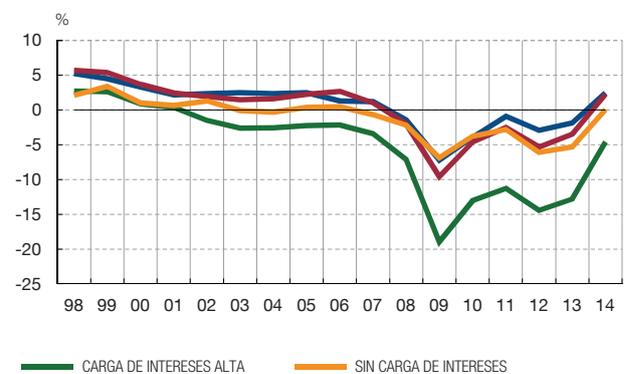
4 CRECIMIENTO DEL EMPLEO - ENDEUDAMIENTO NETO



5 INVERSIÓN - CARGA DE INTERESES DE DEUDA



6 CRECIMIENTO DEL EMPLEO - CARGA DE INTERESES DE DEUDA



FUENTE: Banco de España.

a Cada panel del gráfico presenta el valor mediano de la tasa de inversión en capital fijo o de la tasa de crecimiento del empleo para tres conjuntos de sociedades, que se corresponden con los dos cuartiles extremos de la distribución y las empresas con una posición financiera intermedia (entre los percentiles 40 y 60) en términos de la correspondiente variable financiera (rentabilidad, endeudamiento neto de activos líquidos y carga financiera). La carga financiera se define como el cociente entre los pagos por intereses por financiación recibida y los ingresos brutos (suma del resultado económico bruto de explotación más los ingresos financieros); el endeudamiento, como la ratio de deuda (neta de activos líquidos) sobre activos; y la rentabilidad, como el cociente entre los ingresos brutos y el volumen medio de activos de la empresa en el período considerado. La inversión es el cociente entre la formación bruta de capital fijo y el stock de capital al inicio del período.

	Impacto sobre la tasa de inversión			Impacto sobre el empleo		
	Rentabilidad $t_{-1}$	Endeudamiento $t_{-1}$	Carga financiera $t_{-1}$	Rentabilidad $t_{-1}$	Endeudamiento $t_{-1}$	Carga financiera $t_{-1}$
Rentabilidad $t_{-1}$ año <2008; >2012	0,162***			0,184**		
Rentabilidad $t_{-1}$ 2008-2012	0,158**			0,313***		
Presión financiera $t_{-1}$ >p75; año <2008; >2012 (d)		-0,024	-0,011**		-0,009	-0,076***
Presión financiera $t_{-1}$ >p75; 2008-2012 (d)		-0,066***	-0,014***		-0,071***	-0,093***
Sargan	0,112	0,094	0,120	0,331	0,420	0,179
AR1	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
AR2	0,283	0,301	0,290	0,535	0,632	0,192

FUENTE: Banco de España.

- a Impactos obtenidos mediante la estimación por el método generalizado de momentos (GMM) de ecuaciones estándar de inversión y empleo, a partir de la base de datos de la Central de Balances Integrada para el período 1997-2014. \*, \*\* y \*\*\* indican significatividad para niveles de confianza del 90 %, 95 % y 99 %, respectivamente.
- b La rentabilidad se define como el cociente entre los ingresos brutos y el volumen medio de activos de la empresa en el período considerado; el endeudamiento, como la ratio de deuda (neta de activos líquidos) sobre activos; y la carga financiera, como el cociente entre los pagos por intereses por financiación recibida y los ingresos brutos (suma del resultado económico bruto de explotación más los ingresos financieros).
- c El número de empresas es 92.780 y el número de observaciones es 387.125.
- d El grado de presión financiera se establece según los indicadores de endeudamiento y carga financiera [véase nota (b)]. p75 indica el percentil 75 de la distribución de estos indicadores.

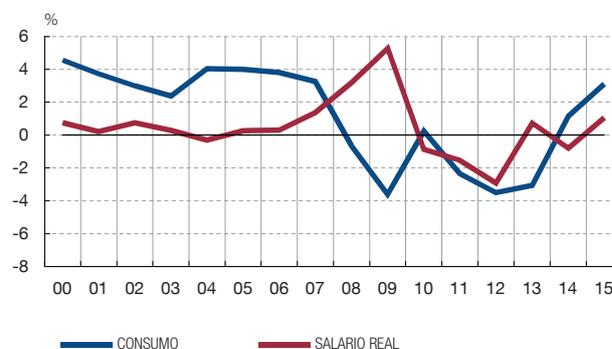
EVOLUCIÓN DEL CONSUMO, EL EMPLEO Y LOS SALARIOS

GRÁFICO 2.8

1 CONSUMO Y EMPLEO



2 CONSUMO Y SALARIO REAL (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a El salario real se calcula a partir de la remuneración por asalariado de la CNTR (INE) y el deflactor del consumo privado.



modo que una proporción mayor del ajuste en las empresas en dificultades comenzó a recaer sobre los salarios, como se muestra en Font *et al.* (2015), donde se encuentra evidencia de una mayor respuesta salarial a la evolución del desempleo a partir de 2012, en relación con lo observado en la primera fase de la crisis<sup>28</sup>. Esta mayor flexibilidad salarial habría reducido las necesidades de disminución de la mano de obra, observándose

28 Véase P. Font, M. Izquierdo y S. Puente (2015), *Real Wage Responsiveness in Spain: Asymmetries Along the Business Cycle*, Documentos de Trabajo, n.º 1504, Banco de España.

una moderación de los flujos de destrucción de empleo indefinido en los trimestres posteriores a la reforma y, en conjunto, una evolución del empleo superior a la esperada dada la evolución de la actividad económica<sup>29</sup>. De esta forma, el proceso de moderación salarial habría impulsado el crecimiento del empleo. Por otro lado, la mejora de las condiciones financieras también supuso un factor adicional de apoyo a la demanda de trabajo por parte de las empresas. En concreto, se estima que el descenso del coste de la financiación crediticia desde mediados de 2013 podría explicar 0,8 pp del incremento observado en el nivel de empleo en el bienio 2014-2015 (véase cuadro 2.3).

... y también la del consumo privado

A su vez, la creación de empleo habría favorecido el aumento del consumo, compensando un posible efecto negativo a corto plazo de la moderación salarial sobre el gasto de los hogares<sup>30</sup>. De hecho, es razonable considerar que, si tanto las familias como las empresas anticipan los efectos beneficiosos a medio plazo de la contención de los costes laborales sobre la inversión y el empleo, los efectos expansivos del aumento del gasto de hogares y empresas lleguen a superar las consecuencias contractivas de una moderación salarial incluso en el corto plazo (véanse a estos efectos las simulaciones del recuadro 2.1).

El poder explicativo de los determinantes tradicionales del consumo privado aumenta sensiblemente durante la recuperación cuando se incluyen variables del mercado laboral

Los principales determinantes de la evolución del consumo privado considerados habitualmente en la literatura son la renta disponible, la riqueza y el tipo de interés. En el caso de la recuperación reciente de la economía española, las ecuaciones que incluyen estas variables no consiguen explicar plenamente la fortaleza reciente del consumo privado, algo que se corrige en buena medida cuando se incluyen variables relacionadas con el mercado de trabajo, como la variación del empleo, el nivel de la tasa de paro o los flujos de salida del empleo al desempleo. Esta observación apunta a la relevancia de la mejora de la situación del mercado laboral a la hora de explicar el dinamismo del gasto de los hogares en este período.

Y se encuentra cierta evidencia de los efectos beneficiosos de la moderación salarial...

La capacidad de las herramientas cuantitativas habituales para explicar la evolución reciente del consumo mejora adicionalmente cuando la renta disponible de los hogares se descompone en el empleo, el salario real y las rentas no laborales reales, permitiendo que la propensión marginal a consumir difiera entre estos tres componentes de los ingresos de los hogares<sup>31</sup>. La descomposición planteada entre estas fuentes de renta da pie a una simulación de cuál hubiera sido el comportamiento del consumo si la recuperación reciente de las rentas laborales se hubiera basado en incrementos salariales, dado un nivel de empleo constante. Según este ejercicio, el consumo privado habría crecido, en

29 En 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, pp. 55-64, se muestra la existencia de residuos positivos en una relación del tipo «ley de Okun» entre el empleo y la variación del PIB. Las valoraciones de los efectos de la reforma laboral publicadas por otras instituciones (como la OCDE o, más recientemente, la Comisión Europea) coinciden en detectar un efecto positivo de la mayor moderación salarial observada a partir de 2012 sobre la creación neta de empleo. Véanse Comisión Europea (2016), *Country Report Spain 2016*, Commission Staff Working Document n.º 78, y OCDE (2013), *The 2012 labour market reform in Spain: a preliminary assessment*, diciembre.

30 En 2014-2015, el crecimiento del consumo privado se ha apoyado, adicionalmente, en el efecto expansivo de la bajada del precio del petróleo, que ha provocado un comportamiento más expansivo de las rentas laborales reales, en un contexto de mantenimiento de la moderación de los salarios nominales.

31 Intuitivamente, cabe pensar que el conjunto de hogares aumentará en mayor medida su gasto cuando recibe una unidad monetaria adicional de renta procedente del crecimiento del empleo que cuando ese euro complementario de ingresos tiene su origen en un aumento del salario. Esto sucede así tanto porque el hogar que encuentra empleo gasta una proporción más elevada de ese euro en comparación con la familia que ve elevarse sus ingresos salariales en esa misma cuantía como por el hecho de que la mejora del mercado de trabajo induce a los hogares ya empleados a reducir su ahorro precautorio.

este escenario de mayores aumentos salariales pero estabilización del empleo, solo un 0,5 % en 2014 y un 1,1 % en 2015, frente a los incrementos observados del 1,2 % y del 3,1 %, respectivamente, basados en el intenso proceso de generación de empleo y la práctica estabilidad de los salarios en términos reales<sup>32</sup>.

... que discurren a través de la recuperación del consumo de quienes acceden a un puesto de trabajo y de la reducción del ahorro por la mejora de las perspectivas de empleo

El análisis del comportamiento desagregado de los consumidores permite analizar cuantitativamente los mecanismos de esta relación entre consumo y empleo. El panel 1 del gráfico 2.9 muestra las tasas de variación del consumo entre 2009 y 2014 en función de la situación laboral del cabeza de familia. La mejora de las perspectivas económicas entre ambos períodos propició una recuperación del gasto en aquellos hogares en los que el cabeza de familia encontró un empleo, lo que ilustraría el canal directo mediante el cual el aumento de renta derivado del nuevo trabajo se traslada a un mayor nivel de consumo. Además, se observa un mejor comportamiento del gasto de los hogares en 2014, incluso entre los colectivos que perdieron su empleo, o cuya situación laboral no se modificó. El ahorro por motivo precaución de estos grupos de población se estaría reduciendo, en el período más reciente, ante la mejora de la situación general del mercado laboral, a pesar de que su condición particular corriente no haya mejorado necesariamente, pues perciben una disminución de la probabilidad de perder el empleo o un aumento de la de encontrarlo<sup>33</sup>. Los paneles 2 y 3 del gráfico 2.9 muestran un ejercicio adicional que permite ilustrar la magnitud de estos efectos. En particular, se presenta la evolución del consumo en función de la probabilidad de perder el empleo en 2009 y 2014, observándose un mayor ajuste entre aquellos hogares cuyo cabeza de familia tenía peores expectativas sobre el mantenimiento de su empleo, lo que habría llevado a aumentar el ahorro al principio de la crisis<sup>34</sup>.

Otros factores de carácter más transitorio también han apoyado el consumo

Finalmente, la mejora del consumo en el bienio 2014-2015 se ha apoyado también en factores de naturaleza más transitoria, relacionados con la toma de decisiones de gasto que se habían pospuesto durante la recesión<sup>35</sup>. La reducción del consumo en España durante la crisis se produjo, según predice la teoría económica, de forma desigual entre los distintos tipos de bienes y servicios. En particular, el desplazamiento de la demanda de bienes duraderos y no duraderos —pero fácilmente ajustables— hacia el futuro habría producido un embalsamiento de decisiones de gasto, que, en el caso de los bienes duraderos, habría dado lugar a una necesidad de recomponer su *stock*, tras el intenso ajuste que se produjo en la recesión (véase el panel 4 del gráfico 2.9). Un análisis más desagregado permite observar que, entre 2008 y 2012, el ajuste del consumo de los diferentes tipos de bienes fue considerablemente más acusado en el caso de los hogares con un cabeza de familia desempleado, como se puede observar en los paneles 5 y 6 del gráfico 2.9). Por otro lado, a falta de datos referidos a 2015, en la fase de reactivación de

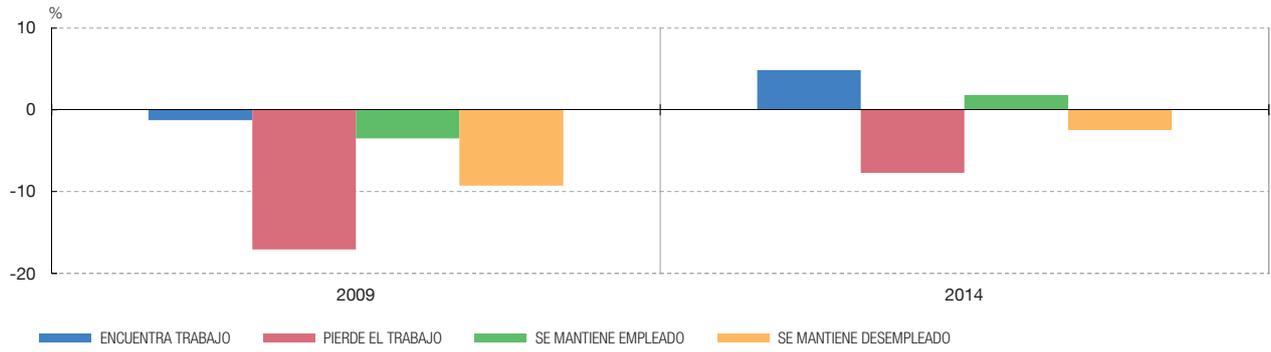
32 La diferencia entre estas dos sendas representa una cota inferior al impacto de la moderación salarial sobre el consumo privado, ya que este ejercicio de equilibrio parcial no tiene en cuenta otros posibles efectos negativos de la falta de contención de los costes laborales.

33 La generación de ahorro por motivo precaución ante el posible riesgo de pérdida de empleo se ha documentado para el caso español por R. G. Campos e I. Reggio (2015), «Consumption in the shadow of unemployment», *European Economic Review*, 78, pp. 39-54, y C. Barceló y E. Villanueva (2016), «The response of household wealth to the risk of job loss: evidence from differences in severance payments», *Labour Economics*, 39, pp. 35-54. En particular, estos trabajos encuentran que los hogares más expuestos a pérdidas de empleo reducen su nivel de consumo y acumulan una mayor cantidad de riqueza financiera hasta que este riesgo o incertidumbre desaparezca. Para el caso de Estados Unidos, véase C. D. Carroll, K. E. Dynan y S. D. Krane (2003), «Unemployment risk and precautionary wealth: evidence from households' balance sheets», *Review of Economics and Statistics*, 85, pp. 586-604.

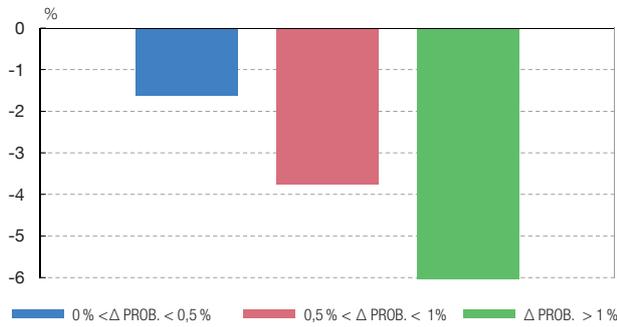
34 Véase P. Bunn y J. M. Casado (2016), *Precautionary savings and uncertainty during the financial crisis*, Banco de España, Documento de Trabajo de próxima publicación.

35 Véase J. González Mínguez y A. Urtasun (2015), «La dinámica del consumo en España por tipos de productos», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España, pp. 69-78.

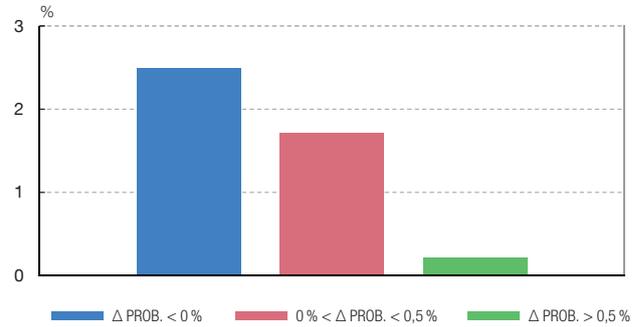
1 CRECIMIENTO DEL CONSUMO (MEDIANAS) POR SITUACIÓN LABORAL DEL CABEZA DE FAMILIA



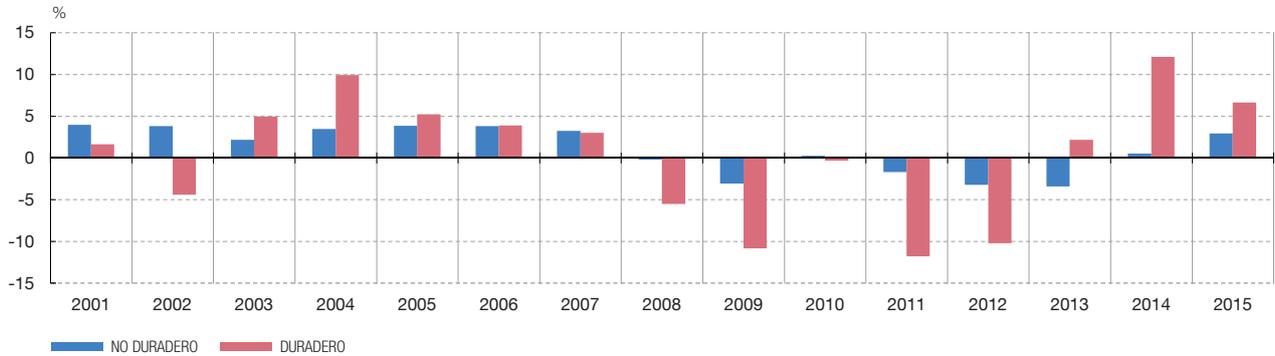
2 TASA DE VARIACIÓN DEL CONSUMO (según cambios en la probabilidad de perder el empleo). AÑO 2009 (a)



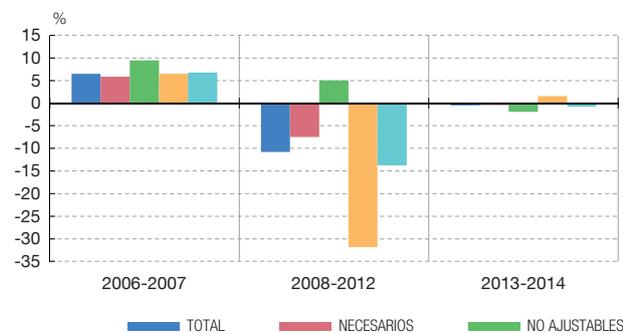
3 TASA DE VARIACIÓN DEL CONSUMO (según cambios en la probabilidad de perder el empleo). AÑO 2014



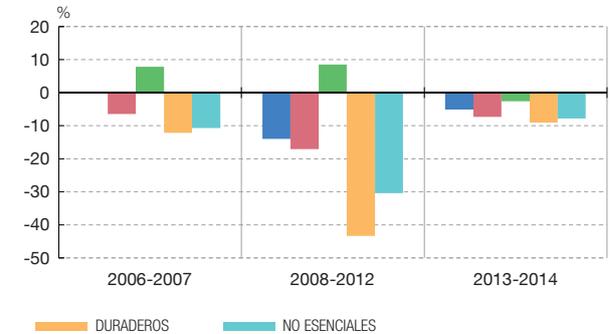
4 TASAS DE VARIACIÓN DEL CONSUMO DURADERO Y NO DURADERO



5 VARIACIÓN DEL CONSUMO POR PERÍODOS Y TIPOS DE BIENES. CABEZA DE FAMILIA EMPLEADO



6 VARIACIÓN DEL CONSUMO POR PERÍODOS Y TIPOS DE BIENES. CABEZA DE FAMILIA DESEMPLEADO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Las probabilidades de perder el empleo se calculan a partir de la EPA, mientras que la variación del consumo se obtiene a partir de la información de la Encuesta de Presupuestos Familiares [véase Bunn y Casado (2016) para más detalles].

la actividad la recuperación del consumo está siendo más acusada entre los hogares con el cabeza de familia empleado, observándose ya incrementos del gasto en bienes duraderos entre este colectivo de consumidores.

## 5 Conclusiones

El proceso de ajuste competitivo resulta relevante a la hora de explicar la recuperación de la economía española...

La economía española comenzó, a mediados de 2013, a superar las consecuencias de una crisis que ha dejado un profundo impacto en términos de los niveles de actividad y empleo. La recuperación es el resultado de un conjunto de factores de naturaleza muy diversa, que incluye los efectos positivos de las políticas aplicadas tanto a escala europea como nacional, junto con otros factores, de aparición más reciente e impacto menos persistente, cuya naturaleza es predominantemente exógena. Un elemento crucial que no solo explica la recuperación que se está observando, sino también las perspectivas de que esta se prolongue en el medio plazo, es el proceso de mejora competitiva que se inició con la crisis. Este capítulo estudia el papel desempeñado por este proceso a la hora de explicar la actual fase cíclica, a través de su impacto sobre los flujos de comercio exterior y sobre los distintos componentes de la demanda privada interna. El análisis realizado considera dos fuentes diferenciadas de ajuste frente a las economías competidoras: por un lado, los precios relativos de los bienes y servicios y, por otro lado, los costes de producción, incluidos tanto los laborales como los financieros, en relación con los de otras economías de nuestro entorno.

... con origen en la demanda externa y posteriormente extendida al gasto de los agentes privados nacionales

El impacto positivo de los avances en la competitividad sobre el desequilibrio exterior de la economía discurre, en primer lugar, a través de su capacidad dinamizadora de las exportaciones. Por el contrario, en la vertiente importadora, la evolución observada ha mostrado un elevado grado de sincronía con los desarrollos de la demanda final, sin que sea posible identificar evidencia concluyente de que se esté produciendo un proceso de sustitución de compras al exterior por producción nacional. La fortaleza de las exportaciones ha propiciado un aumento de la demanda de factores productivos, lo que ha permitido que la reactivación de la demanda externa permeara hacia los componentes internos del gasto, fomentando la inversión empresarial y el empleo. A su vez, el proceso de generación de puestos de trabajo que se viene observando en los tres últimos años, y que se ha beneficiado de las mayores posibilidades para acompañar el coste del factor trabajo y la flexibilidad en su utilización a las condiciones particulares de los distintos sectores y empresas individuales, ha apoyado la recuperación del consumo privado.

El ajuste competitivo que se ha observado constituye un elemento de soporte no desdeñable de las perspectivas a medio plazo, pero el proceso dista de haber culminado

El ajuste de precios relativos ha permitido notables avances en el restablecimiento de los equilibrios macrofinancieros de la economía española. No obstante, como se señala en el capítulo 1 de este Informe, estos progresos distan de ser suficientes. Los superávits externos alcanzados descansan, en parte, en desarrollos de naturaleza transitoria y las mejoras en los flujos de transacciones corrientes con el exterior todavía no han permitido un descenso significativo del voluminoso *stock* de deuda neta frente al resto del mundo, lo que representa una fuente de vulnerabilidad. Finalmente, estos saldos positivos frente al exterior han sido alcanzados en un contexto en el que, si bien se han producido avances significativos en términos de reducción de la tasa de paro, la plena utilización de los recursos productivos, incluido el factor trabajo, sigue siendo un objetivo muy distante. La obtención simultánea de superávits exteriores y de disminuciones adicionales del desempleo requiere necesariamente el mantenimiento de las ventajas competitivas alcanzadas en los últimos años y la consecución de otras nuevas en aquellos ámbitos donde exista potencial para ello. En este contexto, los ajustes de precios relativos son necesarios para facilitar la reasignación de recursos hacia los sectores con mayor capacidad de generar valor añadido y empleo, y de competir con éxito en los mercados internacionales y, también, en los nacionales.

A más largo plazo, los retos pendientes han de ser abordados a través de una agenda reformista ambiciosa

Además, desde una perspectiva de largo plazo, las ventajas competitivas duraderas han de proceder de aumentos de productividad, que, a su vez, son el resultado de reformas estructurales de los mercados de trabajo y de bienes y servicios, como las que se analizan en los capítulos 1 y 4 de este Informe. Adicionalmente, esta agenda reformista resulta fundamental para asegurar la eficiencia del proceso de formación de precios y costes en la economía y apoyar la reasignación productiva de recursos entre empresas y sectores y la reducción de la elevada tasa de desempleo.

Al proceso de recuperación de la competitividad llevado a cabo por la economía española en los últimos años han contribuido tanto la fuerte crisis económica sufrida en el período 2008-2013, con su efecto moderador sobre los costes y precios de producción, como las reformas laborales de 2010 y, particularmente, de 2012, orientadas a facilitar un ajuste más eficiente de los costes laborales a la situación macroeconómica. No obstante, la distinta naturaleza de ambos tipos de factores sugiere la importancia de distinguir los canales de transmisión que operan en cada caso, así como su respectivo impacto sobre la actividad económica y el empleo.

El modelo de equilibrio general dinámico desarrollado en Andrés, Arce y Thomas (2014) permite ilustrar los efectos macroeconómicos de distintas perturbaciones y políticas que tienen como resultado común una moderación de los costes de producción y de los precios<sup>1</sup>. A grandes rasgos, este es un modelo de una economía pequeña y abierta perteneciente a una unión monetaria en el que tanto las empresas como los hogares se endeudan a largo plazo para financiar sus decisiones de gasto e inversión<sup>2</sup>. El modelo permite simular dos escenarios de moderación de precios y costes: la producida por una crisis económica y financiera, de naturaleza similar a la sufrida por España desde 2008, y la resultante de reformas en los mecanismos de fijación de precios y salarios.

En el primero de estos escenarios, se simulan los efectos producidos por un *shock* financiero negativo que restringe la capacidad de empresas y hogares de acceso al crédito<sup>3</sup>. Las líneas azules del gráfico 1 muestran la respuesta de las principales variables macroeconómicas ante dicha perturbación. Esta provoca una contracción severa en los flujos de crédito nuevo y el inicio de una fase duradera de desapalancamiento, que obliga a hogares y empresas a reducir su gasto en consumo e inversión, al mismo tiempo que amortizan gradualmente las deudas contraídas con anterioridad. La caída de la demanda interna produce una contracción acusada del PIB y del empleo que se traduce en un retroceso en los salarios reales, que se transmite en parte a una disminución de los precios de producción y de consumo. El abaratamiento de los productos nacionales lleva a una reducción de la relación real de intercambio con el exterior, lo cual favorece las exportaciones y la sustitución de importaciones por bienes producidos internamente; la reducción de las compras al exterior se ve también fortalecida por la caída de la demanda interna. Por tanto, una perturbación negativa de demanda de origen financiero, similar a la padecida por la economía española al desencadenarse la crisis, da lugar en este contexto a un proceso de reducción

persistente de los costes y precios nacionales, que induce un aumento de las exportaciones netas.

A continuación, sobre la base del anterior escenario, se considera adicionalmente una reforma del mecanismo de determinación salarial que aumenta el nivel de eficiencia en el mercado de trabajo e introduce una mayor flexibilidad en los salarios nominales. Esta *reforma laboral* pretende aproximar, aunque de forma imperfecta, la aprobada en España en 2012<sup>4</sup>. Las líneas rojas del gráfico 1 muestran la respuesta de la economía en este escenario, por lo que la diferencia entre las líneas rojas y las azules representaría el impacto de la reforma. Se observa que la reforma da lugar a una disminución adicional de los salarios reales y, por tanto, de los precios de producción y de la relación real de intercambio. Esta caída de los costes y de los precios provoca un efecto expansivo sobre la demanda de productos nacionales, tanto interna (sustitución de importaciones) como vía exportaciones<sup>5</sup>. Además, la expansión en la actividad en el medio y largo plazo favorece un mayor gasto en inversión ya en el corto plazo, en la medida en que las empresas anticipan la mayor demanda futura. Por último, el consumo privado se ve también fortalecido por la reforma, gracias, en gran parte, a que su impacto positivo sobre el empleo más que compensa la reducción de salarios reales, con el consiguiente aumento en las rentas laborales. En resumen, la puesta en marcha de una política de oferta como la analizada aquí puede favorecer la actividad económica y el empleo incluso en el corto plazo, en el contexto de una economía inmersa en una recesión con desapalancamiento privado fruto de una crisis financiera. Con frecuencia se han contrapuesto los efectos beneficiosos de la devaluación interna sobre la competitividad con el riesgo de retrasar el proceso de desapalancamiento y, con ello, la salida de la recesión, debido al carácter deflacionario de reformas como las aquí analizadas. Es interesante resaltar que, en el contexto del modelo utilizado aquí, incluso en una economía fuertemente endeudada la reforma laboral considerada no tiene un efecto global negativo sobre el proceso de desendeudamiento del sector privado. Esto es debido, por un lado, al efecto netamente positivo de la reforma sobre las rentas salariales mencionado anteriormente; y, por otro lado, a que, en presencia de contratos de

1 J. Andrés, Ó. Arce y C. Thomas, *Structural reforms in a debt overhang*, Documentos de Trabajo, n.º 1421, Banco de España.

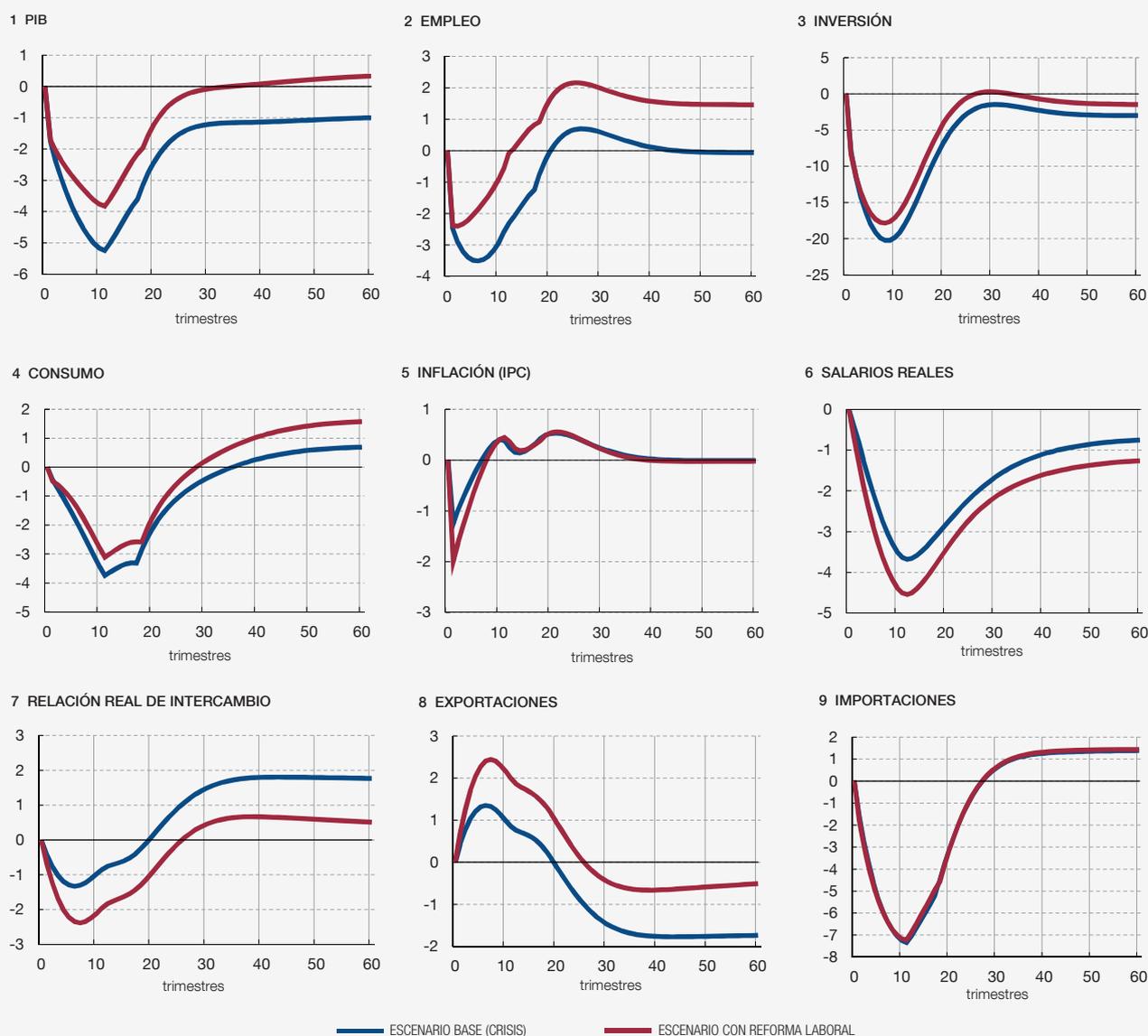
2 Esto implica una ausencia de respuesta de la política monetaria común a los desarrollos específicos de dicha economía pequeña.

3 Concretamente, se considera una reducción permanente de las ratios de préstamo sobre valor (*loan-to-value ratio*) de los créditos concedidos a hogares y empresas.

4 En particular, el aumento en el nivel de eficiencia se instrumenta a través de una reducción de los márgenes que los trabajadores aplicarían sobre los salarios vigentes en el caso de competencia perfecta. La caída de ese margen salarial ha sido calibrada de tal modo que la reforma tenga un impacto sobre la tasa de crecimiento interanual de los salarios nominales de -0,9 pp en los siete trimestres posteriores a su puesta en marcha, de modo coherente con el efecto de la reforma laboral de 2012 estimado en cálculos internos por personal del Banco de España. Por otro lado, la mayor flexibilidad salarial se implementa como una disminución de la duración media de los salarios nominales, que pasa de cuatro a tres trimestres. Por otro lado, la flexibilización de los salarios nominales consiste en una reducción de la duración media de los acuerdos salariales.

5 Nótese que las importaciones reales apenas se ven afectadas por la reforma, debido a dos efectos contrapuestos: por un lado, el abaratamiento relativo de los productos nacionales favorece la sustitución de importaciones; por otro, la mejora de la demanda interna debida a la reforma aumenta las compras al exterior.

Gráfico 1  
EFECTOS DE DOS ESCENARIOS DE DEVALUACIÓN INTERNA



Cuadro 1  
EFECTOS DE CORTO PLAZO DE UNA DEVALUACIÓN INTERNA VÍA REFORMA ESTRUCTURAL (a)

	PIB		Empleo	
	Año 1	Año 2	Año 1	Año 2
Calibración base	0,4	1,2	0,7	1,8
Reforma laboral sin flexibilización salarial	-0,1	0,3	-0,1	0,4
Elasticidad exportaciones = 0,5	-0,4	0,7	-0,4	1,1
Elasticidad importaciones = 0,5	0,1	1,0	0,2	1,5
Reforma laboral + reforma mercado de bienes y servicios	2,4	3,1	3,6	4,3

FUENTE: Banco de España.

a El cuadro muestra efectos medios anuales respecto del escenario sin reformas (escenario «crisis» en el gráfico). En el escenario denominado «calibración base», la reforma laboral incluye una flexibilización de los salarios nominales, y las elasticidades de exportaciones e importaciones respecto de la relación real de intercambio son unitarias.

deuda nominal a largo plazo, el efecto deflacionario de la reforma solo reduce la capacidad de gasto real corriente de los agentes de manera moderada, ya que el aumento del valor real de los pagos de la deuda inducido por la menor inflación es inversamente proporcional al plazo de vencimiento del capital principal<sup>6</sup>.

Como se ha comentado, un canal clave por el cual una devaluación interna inducida a través de una reforma laboral tiene efectos expansivos tras su implementación es la ganancia de competitividad frente al exterior. Un determinante crucial de dicha ganancia es la velocidad de ajuste en los costes de producción, y en particular de los salarios. Para ilustrar la importancia de este factor, el cuadro 1 compara los efectos de la reforma descrita anteriormente («calibración base») con los de una reforma que *no* incluyera la flexibilización de los salarios nominales. Como puede apreciarse, la ausencia de flexibilización reduce notablemente los efectos expansivos de la reforma considerada anteriormente, que pueden incluso volverse contractivos en el muy corto plazo.

Asimismo, la intensidad con la que las ganancias de competitividad se trasladan a los flujos comerciales es otro factor determinante del impacto a corto plazo de la reforma laboral. En la calibración base del modelo, tanto las importaciones como las exportaciones tienen elasticidades unitarias respecto de la relación real de intercambio, lo que es coherente con la evidencia disponible para la economía española<sup>7</sup>. Como muestra el cuadro 1, ante elasticidades más reducidas, las exportaciones netas reaccionarían menos frente a la moderación en los salarios y precios, con lo que el impacto de la reforma

se vería notablemente reducido, pudiendo llegar incluso a ser negativo durante el primer año<sup>8</sup>. Por tanto, para que la reforma sea exitosa en el corto plazo en términos de actividad y empleo, se requiere que la depreciación del tipo de cambio efectivo real resultante afecte suficientemente a los flujos comerciales con el exterior, dando lugar a un mayor grado de sustitución de importaciones y a un aumento de las ventas al exterior. De no ser así, la mejora de los flujos comerciales en el corto plazo no será lo bastante intensa como para generar empleo en una magnitud tal que compense, en términos de las rentas laborales totales, el impacto de la moderación salarial.

Por último, si bien hasta ahora el análisis se ha restringido a reformas en el ámbito del mercado laboral, es interesante simular también los efectos de reformas encaminadas a aumentar el nivel de competencia en los mercados de bienes y servicios. En la última línea del cuadro 1 se muestran los efectos de implementar conjuntamente la reforma laboral descrita anteriormente y una reforma en los mercados de bienes y servicios, que dé lugar a una reducción en los márgenes que las empresas cargan entre el precio de venta de sus productos y el coste marginal de producirlos<sup>9</sup>. Como puede apreciarse, añadir esta última reforma refuerza notablemente las ganancias de PIB y de empleo en el corto plazo, en gran parte a través del canal de competitividad explicado anteriormente. Este efecto adicional positivo a corto plazo también se debe en parte a que, a pesar de su impacto inicial sobre la inflación, la reforma en el mercado de bienes y servicios contribuye a reducir la duración de intensidad del proceso de desapalancamiento de hogares y empresas, facilitando una salida más rápida de la recesión<sup>10</sup>. Estos resultados sugieren la importancia de complementar las reformas realizadas en el marco laboral con medidas adicionales en el ámbito de los mercados de bienes y servicios.

6 Como muestran Andrés, Arce y Thomas (2014), *op. cit.* en la nota 1, en presencia de contratos de deuda nominal con plazos similares a los observados en España en los créditos hipotecarios a hogares y empresas, los pagos de intereses y amortizaciones que tienen lugar en cada período (en el modelo en cada trimestre) representan una fracción relativamente pequeña de los pagos totales durante la vida del préstamo. Como consecuencia, en el modelo la caída en la inflación producida por la reforma laboral tiene un impacto pequeño sobre el valor real de dichos pagos y, por tanto, sobre la capacidad de gasto de hogares y empresas.

7 Véase C. García, E. Gordo, J. Martínez-Martín y P. Tello, 2009, «Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española», Documentos Ocasionales, n.º 0905, Banco de España.

8 En todo caso, los efectos expansivos a partir del segundo año son robustos a valores reducidos de las elasticidades.

9 El tamaño de dicha reducción de márgenes se calibra de forma que su efecto sobre la competitividad (medida por la relación real de intercambio) es aproximadamente igual al de la reforma laboral.

10 Véase Andrés, Arce y Thomas (2014), *op. cit.* en la nota 1, para una discusión en profundidad acerca de las similitudes y diferencias en los mecanismos de transmisión de las reformas laborales y de aquellas dirigidas a los mercados de bienes y servicios.

La corrección del desequilibrio comercial exterior de la economía española que se inició con el comienzo de la crisis ha estado ligada, fundamentalmente, al elevado dinamismo de las exportaciones. En la vertiente importadora, inicialmente se observó un intenso ajuste, que se prolongó durante todo el período recesivo. Sin embargo, las importaciones iniciaron en 2014 un repunte acusado, en paralelo a la expansión de la demanda final (véase gráfico 1). De hecho, el comportamiento expansivo de las compras exteriores de la economía española en el bienio 2014-2015 ha conducido a una aportación levemente negativa del saldo neto exterior al crecimiento del PIB. Ello sugiere que el retroceso en la penetración de las importaciones en comparación con el nivel previo a la crisis podría responder, esencialmente, al ciclo económico adverso experimentado hasta 2013, frente al papel secundario que habrían podido desempeñar otros factores de carácter más estructural y, en particular, el ajuste competitivo de la economía.

La literatura existente sugiere que la intensidad importadora a lo largo del ciclo económico se ve afectada por la composición del crecimiento del producto desde el punto de vista de la demanda, dadas las diferencias en términos del contenido importador de cada una de sus rúbricas. En concreto, en el caso de la actual recuperación de la economía española, los componentes de la demanda que han mostrado un mayor dinamismo, como son las exportaciones y algunos subcomponentes de la demanda nacional privada, se caracterizan por tener un contenido importador elevado (véase gráfico 2)<sup>1</sup>. Este hecho habría contribuido a explicar el intenso ritmo de avance de las importaciones observado en el último bienio, dificultando la identificación de los efectos que, en sentido contrario, habrían podido desempeñar las mejoras de la competitividad de la economía descritas en el segundo apartado de este capítulo.

La relevancia de la composición de la recuperación desde la óptica de los agregados de la demanda a la hora de explicar el vigor de las importaciones en el último bienio se ve confirmada por el análisis de las compras al exterior desde la perspectiva de las ramas de actividad que guardan una relación más estrecha con el proceso importador, como son las de la industria manufacturera. En particular, la correlación entre la propensión importadora y exportadora en las distintas ramas industriales es muy elevada (véase gráfico 3)<sup>2</sup>.

1 En el gráfico se refleja el contenido importador del conjunto de la inversión. Estimaciones que utilizan las tablas *input-output* muestran que el contenido importador del subcomponente de la inversión en bienes de equipo es aún más elevado. Véase J. Martínez-Martín (2016), *Breaking down world trade elasticities: a panel ECM approach*, Banco de España, Documento de Trabajo de próxima publicación.

2 Esta relación podría venir explicada por razones tales como el aumento de relevancia de las cadenas globales de valor o la elevada dependencia con respecto a las compras al exterior de ciertos productos (especialmente, de nivel tecnológico elevado) para los que no existe un sustituto nacional.

La relevancia de las importaciones a la hora de satisfacer aumentos de la demanda se ve confirmada por el hecho de que, dentro de una rama, las variaciones en la demanda de bienes finales tienden a conducir a cambios proporcionales en las importaciones de productos finales, como apunta el gráfico 4, lo que refleja, posiblemente, que algunas de las variedades de bienes no son producidas internamente. Por su parte, la correlación entre los cambios recientes en las importaciones por ramas de actividad y la evolución de los precios relativos es más reducida, aunque positiva, como se desprende del gráfico 5, lo que sugiere que la competitividad-precio podría estar desempeñando un cierto papel a la hora de explicar la evolución de las importaciones por ramas de actividad.

Al objeto de valorar cuantitativamente la respuesta de las importaciones a la mejora de competitividad registrada desde la crisis, se ha estimado una ecuación en la que se permite que los coeficientes de los determinantes de las compras al resto del mundo cambien a lo largo del tiempo. Este análisis pone de manifiesto que la respuesta de las importaciones a la demanda final ha ido variando en los últimos años, disminuyendo al principio de la crisis para recuperarse a partir de entonces (véase gráfico 6). Por su parte, la elasticidad de las importaciones a los precios relativos ha pasado a ser negativa desde el inicio de la recesión, después de presentar valores ligeramente positivos a lo largo del anterior ciclo expansivo (véase gráfico 7). Esta evidencia podría ser interpretada como un primer indicio de que las compras al exterior habrían empezado a mostrar una mayor sensibilidad a la evolución de la competitividad en el período más reciente.

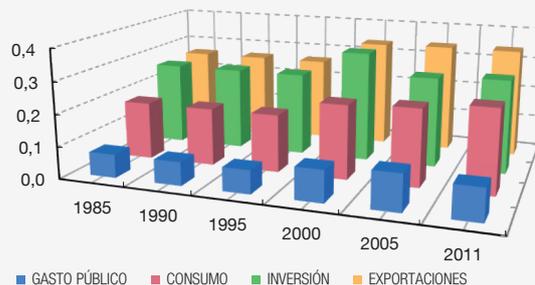
Cuando se analiza la evolución temporal de las compras en el exterior de las empresas a escala individual, se encuentra una cierta evidencia adicional en favor de una determinada sustitución de importaciones por producción nacional en los últimos años, aunque su intensidad sería, por el momento, muy modesta. En particular, la composición de las compras de bienes intermedios de las empresas españolas habría comenzado a cambiar a partir de 2012, coincidiendo con la intensificación del proceso de moderación salarial, observándose un ligero aumento del peso de las adquisiciones de bienes nacionales, en detrimento de las procedentes del área del euro, al tiempo que se habría estabilizado la proporción de consumos intermedios con origen en el resto del mundo (véase gráfico 8). Esta evidencia se vería reforzada por el hecho de que el incremento del peso de los consumos intermedios nacionales tiende a ser mayor en aquellas ramas de actividad donde los crecimientos salariales han sido más moderados.

La evidencia mostrada acerca del inicio de un proceso de sustitución de importaciones en la economía española es muy tentativa, indicando que la magnitud de este proceso sería, por el momento, reducida. Esta evolución pone de manifiesto que la consecución de una disminución de la dependencia importadora es un proceso complejo, que, por su propia naturaleza, requiere de un plazo de tiempo dilatado, aun en presencia de ventajas

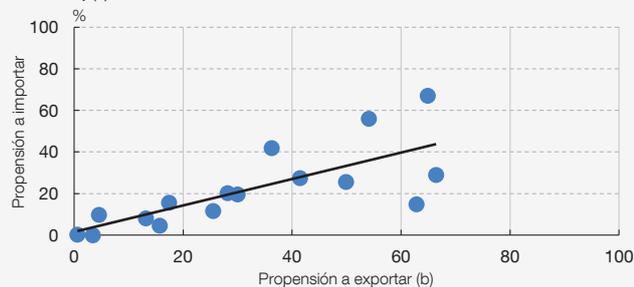
**Gráfico 1**  
RATIO IMPORTACIONES / PIB. ESPAÑA



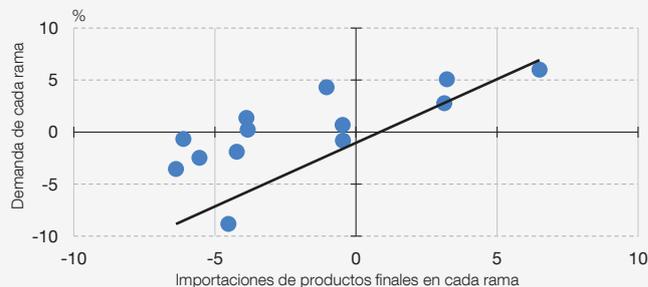
**Gráfico 2**  
CONTENIDO IMPORTADOR DE LOS COMPONENTES DEL PIB  
(basado en las tablas *input-output* de la OCDE)



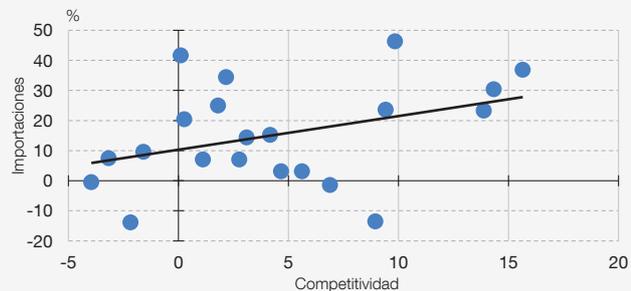
**Gráfico 3**  
PROPENSIÓN A IMPORTAR BIENES INTERMEDIOS: CORRELACIÓN CON LA PROPENSIÓN A EXPORTAR EN EL PERÍODO POSTERIOR A LA CRISIS 2009-2013 (a)



**Gráfico 4**  
CORRELACIÓN POR RAMAS ENTRE DEMANDA E IMPORTACIONES FINALES  
Tasas de variación en el período posterior a la crisis (2009-2013) (a)



**Gráfico 5**  
IMPORTACIONES DE BIENES FINALES Y COMPETITIVIDAD  
Tasas de variación en el período posterior a la crisis (2009-2013) (a)



**Gráfico 6**  
ELASTICIDAD A LA DEMANDA (LARGO PLAZO)



**Gráfico 5**  
ELASTICIDAD A LOS PRECIOS (LARGO PLAZO)



**Gráfico 6**  
DISTRIBUCIÓN DE LOS CONSUMOS INTERMEDIOS UTILIZADOS POR LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS SEGÚN SU ORIGEN GEOGRÁFICO (c)  
Evolución del diferencial desde 1995



FUENTES: OCDE, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Competitividad, y Banco de España.

- a. Se representan diferentes agregaciones de las ramas manufactureras.
- b. La propensión a exportar se define como la ratio de exportaciones sobre producción.
- c. Panel de las empresas para las que existen observaciones para todo el período (estimación con variables ficticias temporales, sin efectos fijos).

competitivas que lo fomenten. En particular, la generalización y la intensificación del proceso requieren que tenga lugar un incremento del abanico de bienes producidos y, en particular, un aumento del peso de la producción de bienes de elevado valor añadido dentro de la estructura de la economía, cuya propensión a ser adquiridos en el exterior es relativamente elevada. Ahora

bien, para que ello ocurra es necesaria la contribución de ingredientes tales como una mayor cualificación de la fuerza laboral y un incremento de la capacidad para desarrollar innovaciones tecnológicas, así como para incorporar las ya existentes, aspectos en los cuales cabe esperar que las mejoras tengan lugar solamente de forma gradual.

---

*El Consejo de Gobierno del BCE ha venido desplegando desde la primavera de 2014 un conjunto amplio de medidas de política monetaria para evitar la materialización de los riesgos que se derivan de la prolongación en el tiempo de una situación de inflación excesivamente baja. Las actuaciones se han desarrollado en torno a cuatro grandes líneas estratégicas, que incluyen el establecimiento de un tipo de interés negativo para la facilidad de depósito; la política de comunicación y la publicación de orientaciones sobre el curso futuro de la política monetaria; la aplicación de programas específicos dirigidos a los canales de transmisión que discurren a través de los intermediarios bancarios y la oferta de crédito; y la implementación de un programa de expansión cuantitativa que implica la compra de activos privados y públicos a gran escala —por una cuantía equivalente a alrededor de 17 puntos porcentuales (pp) del PIB del área del euro durante sus dos primeros años de vigencia—.*

*En este capítulo se ofrece evidencia que muestra cómo las medidas del BCE han sido eficaces a la hora de proporcionar el estímulo monetario que ha requerido el exigente entorno macroeconómico, relajando las condiciones financieras a las que han de hacer frente los agentes económicos, tanto en el ámbito del conjunto de la UEM como en el de la economía española. En particular, se estima que las medidas del BCE serían responsables de alrededor de 100 puntos básicos (pb) de la reducción experimentada por la rentabilidad media de la deuda pública soberana a largo plazo en la UEM, que habría sido de unos 130 pb en el caso de la española. Por otra parte, utilizando diversas herramientas cuantitativas, el capítulo valora la contribución de las políticas del BCE al crecimiento del PIB y la inflación durante 2015 y 2016, identificando cierta asimetría en la intensidad de los efectos por países. En el caso del conjunto del área del euro, se estima que las medidas del BCE habrían contribuido a elevar el nivel del PIB y de los precios en alrededor de 1,4 pp y 1,2 pp, respectivamente, a finales de 2016. En el caso de la economía española, el impacto estimado sería próximo a 1,2 pp sobre el PIB y en torno a 0,9 pp sobre los precios.*

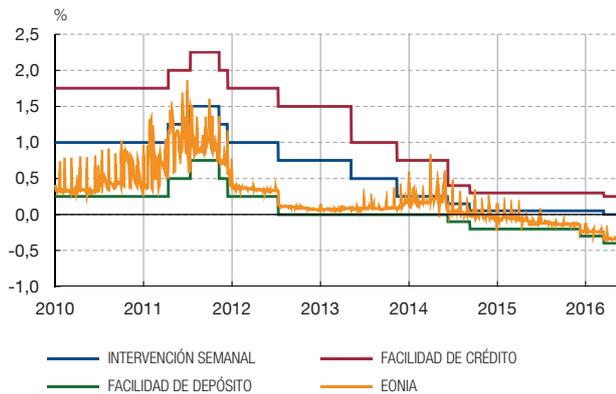
*A pesar del tono extraordinariamente acomodaticio de la política monetaria, las perspectivas de crecimiento del área continúan siendo modestas y las expectativas de inflación a medio plazo se sitúan claramente por debajo de la referencia del 2%. Reducir los riesgos de un escenario de bajo crecimiento económico e inflación demasiado reducida durante un período prolongado y sentar las bases de una recuperación más intensa y sólida de la actividad y del empleo exigen cada vez de forma más imperiosa el concurso del resto de políticas económicas —particularmente, en los ámbitos fiscal, estructural y de reforzamiento del marco institucional de la UEM—.*

#### 1 Introducción

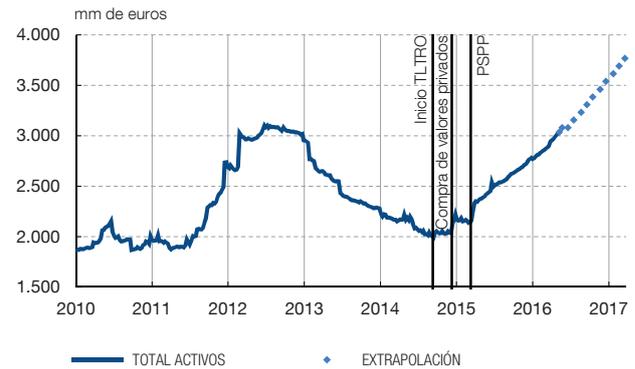
En un contexto de recuperación débil de la economía de la zona del euro e inflación excesivamente moderada, el BCE inició en 2014 una nueva fase expansiva de la política monetaria

El BCE inició en 2014 una nueva fase expansiva de la política monetaria, en un contexto de recuperación débil de la economía de la zona del euro e inflación excesivamente moderada. La situación requirió la puesta en marcha de un conjunto amplio de medidas, para superar las restricciones que se derivaban del cada vez menor margen de recorrido a la baja de los tipos de interés nominales. Además de llevar el tipo de interés de la facilidad de depósito a tasas ligeramente negativas, el BCE acentuó el impulso monetario a través de la provisión de financiación a largo plazo al sistema bancario y, en 2015, dio el paso histórico de introducir un programa de compras de activos a gran escala. El deterioro de las perspectivas inflacionistas que se produjo a lo largo del pasado año y comienzos del actual hizo necesario intensificar los estímulos procedentes de estas medidas y aplicar algunas modificaciones sobre su configuración inicial.

1 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES Y EONIA



2 BALANCE DEL EUROSISTEMA (a)



FUENTES: Datastream y Banco Central Europeo.

a Para la extrapolación, el último valor observado del balance se incrementa mensualmente considerando las adquisiciones de valores previstas en el Programa Expandido de Compra de Activos, manteniendo el ritmo observado de reducción de la cartera de valores de los programas inactivos (SMP, CBPP y CBPP2).

[Descargar](#)

El presente capítulo analiza esta última fase expansiva de la política monetaria del BCE, prestando particular atención al programa de compra de activos y a sus mecanismos de transmisión, al constituir este el elemento más novedoso en la instrumentación reciente de la política monetaria en la zona del euro. El capítulo analiza los principales efectos derivados de las distintas actuaciones del banco central desde mediados de 2014 sobre las condiciones financieras y crediticias, así como el impacto sobre la actividad económica y la inflación, tanto para la economía de la zona del euro como para la española.

## 2 Una nueva fase en la actuación del BCE

En 2015, el BCE inició un programa de expansión cuantitativa...

... que supuso un salto cualitativo en las actuaciones que el BCE había venido adoptando hasta el momento

A principios de 2015, el Consejo de Gobierno del BCE tomó la decisión de ampliar los programas de compra de activos vigentes para incluir bonos de deuda pública. Esta medida se enmarcaba en una nueva fase de su actuación, iniciada a mediados de 2014, en la que, prácticamente agotados los márgenes de maniobra en el ámbito convencional, el tamaño y la composición del balance se convertirían en el principal instrumento para marcar la orientación de la política monetaria. En su calibración inicial, el Programa Expandido de Compra de Activos comportaba adquisiciones mensuales de títulos públicos<sup>1</sup> y privados, denominados en euros, por valor de unos 60 mm hasta que la tasa de inflación retornara a una senda de convergencia sostenida al objetivo de medio plazo y, al menos, hasta septiembre de 2016. Todo ello suponía una inyección de liquidez de más de 1.100 mm de euros (en torno al 11 % del PIB de la UEM), de modo que el balance del BCE, que partía de un tamaño de en torno al 20 % del PIB a principios de 2015, alcanzaría un valor algo superior al 30 % del PIB tras los diecinueve meses de vigencia mínima del programa (véase gráfico 3.1).

La decisión de comprar deuda pública supuso un salto cualitativo en las actuaciones que el BCE había venido adoptando desde el verano de 2014. Así, por un lado, el Consejo de Gobierno había reducido los tipos de interés oficiales hasta situar, en septiembre de ese año, el tipo de las operaciones principales en el 0,05 % y los tipos de las facilidades de crédito y de depósito en el 0,30 % y el -0,20 %, respectivamente. En un contexto de exceso de liquidez y en el que las operaciones principales de financiación se realizan con adjudicación

<sup>1</sup> Para tener en cuenta las especificidades institucionales de la Unión Monetaria, donde la política monetaria única convive con las políticas fiscales de diecinueve Estados miembros, se estableció un régimen parcial de distribución de los riesgos financieros en la cartera de valores públicos, de manera que solo se compartirían el 20 % de las potenciales pérdidas.

	CBPP3	ABSPP	PSPP	CSPP
	Programa de compra de bonos garantizados	Programa de compra de bonos de titulización de activos	Programa de compra de valores del sector público	Programa de compra de bonos corporativos
	Deuda privada	Deuda privada	Deuda pública	Deuda privada
Tipo de valores	<i>Covered bonds</i> (del tipo de las cédulas hipotecarias en España)	Titulizaciones simples y transparentes cuyo activo subyacente sean créditos al sector privado no financiero	Bonos emitidos por el Gobierno central, agencias e instituciones supranacionales situadas en la zona del euro. En diciembre de 2015 se amplía a emisiones de Administraciones Regionales y Locales de la zona del euro	Bonos corporativos no bancarios
Mercado	Primario/secundario		Secundario	Primario (a)/secundario
Anuncio/inicio	Septiembre/octubre 2014	Septiembre/diciembre 2014	Enero/marzo 2015	Marzo/junio 2016
Fin	Al menos, marzo de 2017 (extendido en diciembre de 2015, frente a la fecha inicial de septiembre de 2016)			
Volumen de compras	60 mm de euros mensuales desde marzo de 2015 hasta marzo de 2016, 80 mm a partir de abril de 2016			
Política de reinversión	Los vencimientos se reinvierten por tanto tiempo como sea necesario			
Volumen adquirido (mm de euros)				
Final 2014	30	2	—	—
Final 2015	143	15	491	—
Abril 2016	172	19	727	—

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a En el mercado primario no podrán adquirirse emisiones de entidades que tengan la condición de empresa pública.

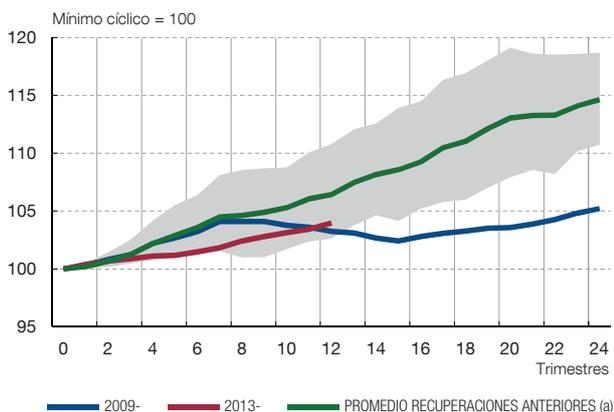
plena de las solicitudes, la remuneración de la facilidad de depósito constituye la referencia clave para la determinación de las rentabilidades en los mercados monetarios y para la formación de expectativas de tipos de interés. Por otro lado, se había decidido la creación de una nueva facilidad de financiación bancaria a más largo plazo vinculada al tamaño y al crecimiento de la cartera de préstamos de los bancos, las denominadas «operaciones de financiación a largo plazo con objetivo específico» (TLTRO, por sus siglas en inglés). Ante una situación de crecimiento muy modesto del crédito, se trataba de fortalecer con esta actuación específica el canal de transmisión monetaria que discurre a través de la intermediación bancaria. Además, se habían puesto en marcha dos programas de compra de activos privados en sendos mercados de financiación relevantes para los bancos del área: el denominado «CBPP3», dirigido a *covered bonds*, como las cédulas hipotecarias en España, y el «ABSPP», para titulizaciones simples y transparentes cuyo activo subyacente fueran créditos a empresas y hogares de la zona del euro. Ambos programas, anunciados en septiembre de 2014, se activaron en el último trimestre de ese ejercicio, con compras tanto en mercados primarios como en secundarios (véase cuadro 3.1).

El Programa de Compra de Activos respondía a un contexto de crecimiento débil y de perspectivas de inflación alejadas del objetivo de medio plazo de la política monetaria

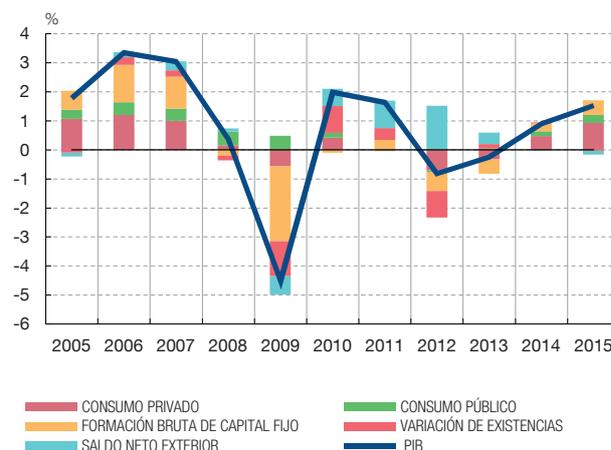
El Programa de Compra de Activos a gran escala constituyó la respuesta del Consejo al reto de garantizar la vuelta gradual de la tasa de inflación, entonces en terreno negativo, a valores más cercanos a la referencia del 2%<sup>2</sup>. Dicho reto había de afrontarse en un contexto macroeconómico particularmente complejo, caracterizado por una recuperación económica muy endeble y un tono ligeramente contractivo de la política fiscal en el conjunto del área (véase gráfico 3.2). Aunque una reducción de la inflación constituía a corto

2 Véase el capítulo 2 del *Informe Anual* del Banco de España de 2014 para una descripción detallada de estas medidas.

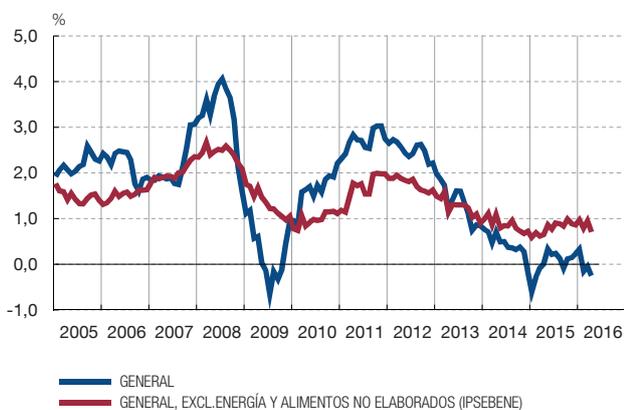
1 PIB REAL. EVOLUCIÓN RECIENTE Y EN RECUPERACIONES ANTERIORES



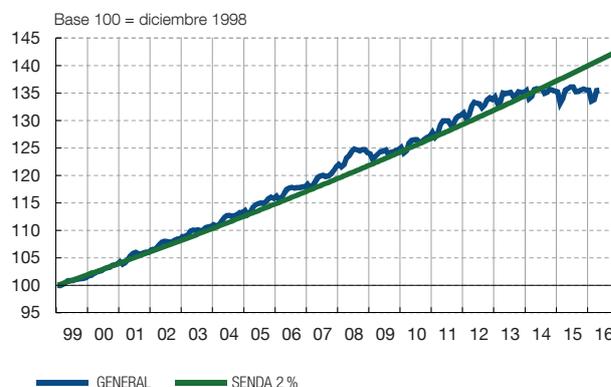
2 PIB Y CONTRIBUCIÓN DE SUS COMPONENTES Crecimiento interanual



3 ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO (IAPC) Tasas de variación interanual



4 ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO (IAPC)



5 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A MEDIO Y LARGO PLAZO



6 BALANCE DE LOS RIESGOS SOBRE LA ESTABILIDAD DE LOS PRECIOS (c)



FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea, Datastream, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos y Banco de España.

- a Promedio de las recuperaciones iniciadas en 1975, 1980 y 1993. El área sombreada indica el valor mínimo y el máximo alcanzado por el PIB en dichas recuperaciones.
- b Estimación de R. Gimeno y E. Ortega (2016), *The Evolution of Inflation Expectations in Euro Area Markets*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.
- c El indicador se construye para una parametrización de la estabilidad de precios definida por el intervalo (1,8 % - 2 %) siguiendo a L. Killian y S. Manganelli (2007), «Quantifying the Risk of Deflation», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 39, n.º 2/3, pp. 561-590. La probabilidad de que la inflación se sitúe fuera de este intervalo se calcula a partir de las cotizaciones de opciones y swaps de inflación siguiendo la metodología de R. Gimeno y A. Ibáñez (2016), *The Eurozone (Expected) Inflation: An Option's Eyes View*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

Descargar

plazo un estímulo sobre la economía al mejorar la capacidad adquisitiva de los agentes, la perspectiva de una tasa de inflación excesivamente baja durante un período prolongado acabaría suponiendo un freno a la demanda agregada, ya de por sí debilitada por el proceso de desapalancamiento en curso, al incrementar en términos reales el coste de la financiación y la carga de la deuda. Esta perspectiva, además, ponía en riesgo el correcto anclaje de las expectativas de inflación, así como la propia credibilidad del objetivo de la política monetaria. Un escenario de inflación demasiado baja también dificultaba —en presencia de rigideces nominales de precios y salarios— el proceso de reabsorción de los desequilibrios de competitividad en marcha en algunos de los países del área del euro<sup>3</sup>.

El anuncio y la puesta en marcha del Programa contribuyeron a fortalecer la demanda interna a través de su efecto favorable sobre las condiciones financieras

Como se analiza con más detalle en las secciones siguientes, el anuncio y la puesta en marcha del Programa propiciaron la relajación de las condiciones financieras en los primeros meses de 2015 y contribuyeron a que la economía de la zona del euro afianzara de forma gradual su recuperación. El crecimiento económico descansó de manera creciente en la contribución de la demanda interna y, particularmente, del consumo privado, apoyado en la mejora de la confianza de los consumidores y en el aumento de la capacidad adquisitiva derivado de la creación de empleo y del abaratamiento de la energía. Por su parte, la inversión, que venía mostrando una notable atonía lastrada por las pobres perspectivas de crecimiento de la demanda, experimentó una mejoría más tímida, a pesar del comportamiento favorable de los costes de la financiación, la confianza empresarial, los beneficios o la utilización de la capacidad productiva.

Sin embargo, el deterioro de las perspectivas globales de crecimiento a partir de los meses de verano restó dinamismo a la recuperación...

En la segunda mitad de 2015 y en los primeros meses de 2016 se hizo evidente que el crecimiento global no era inmune a las señales de desaceleración que desde el verano venían experimentando las economías emergentes. Las repercusiones globales de la moderación del ritmo de avance de la economía china y el reajuste en su patrón de crecimiento, así como la acusada senda descendente del precio del petróleo, generaron, además, episodios de inestabilidad en los mercados financieros internacionales y en los flujos de capitales, que propiciaron una revisión a la baja generalizada de las previsiones de crecimiento global y una moderación del ritmo esperado de normalización del tono de la política monetaria de la Reserva Federal. Estas circunstancias tuvieron su reflejo en el área del euro, donde el menor dinamismo de las exportaciones se vio solo parcialmente compensado por la caída del precio del petróleo. Con todo, el PIB continuó su senda de modesta recuperación y avanzó un 1,5 % en el conjunto de 2015, frente al 0,9 % de 2014.

... redujo la tasa de inflación, muy condicionada por la evolución de los precios de la energía...

El brusco descenso de los precios del petróleo iniciado a mediados de 2014, que se intensificó a partir de mayo del año pasado, tuvo un efecto más pronunciado de lo esperado sobre la inflación del área, que se mantuvo en niveles prácticamente nulos durante la segunda mitad de 2015 y principios de 2016. En paralelo, analistas privados y organismos internacionales recortaron significativamente sus predicciones para 2016. En el caso del Eurosistema, la previsión de inflación para este año contenida en sus sucesivos ejercicios de proyecciones macroeconómicas se vio reducida desde el 1,5 % en marzo de 2015 hasta el 0,1 % un año más tarde.

... y afectó muy negativamente a las perspectivas de que esta retornara de forma sostenida a valores más compatibles con la referencia de medio plazo del 2 %...

Más allá de los evidentes efectos directos que la caída del crudo tuvo sobre el índice general de precios, a medida que avanzaba el año 2015 los indicadores de expectativas de inflación a medio y largo plazo retrocedieron a niveles muy reducidos, inferiores a los observados antes del lanzamiento del Programa. Además, la correlación de dichos indicadores con los referidos a expectativas de inflación a más corto plazo sugería la posible

<sup>3</sup> Véase el capítulo 4 del *Informe Anual* del Banco de España de 2014 para un análisis de los canales a través de los cuales el desanclaje de las expectativas de inflación comporta efectos negativos a escala agregada.

existencia de problemas de anclaje imperfecto de las expectativas. El ejercicio de proyecciones del BCE de marzo de 2016 situó las previsiones de inflación para 2017 y 2018 en el 1,3 % y el 1,6 %, respectivamente, claramente alejadas del objetivo de medio plazo de la política monetaria.

... lo que condujo al Consejo de Gobierno del BCE a aprobar medidas de estímulo adicionales en diciembre de 2015 y en marzo de 2016

El deterioro de las perspectivas macrofinancieras globales, a partir de los meses centrales de 2015, propició un incremento considerable de los riesgos en torno al cumplimiento del objetivo de medio plazo de estabilidad de precios, según ilustra el indicador de balance de riesgos presentado en el gráfico 3.2. Este entorno condujo al Consejo de Gobierno del BCE a anunciar, en octubre de 2015, su intención de reexaminar la adecuación del tono de la política monetaria al nuevo contexto macroeconómico. Así, en diciembre de ese año y en marzo del siguiente, adoptó un paquete amplio de medidas de estímulo adicionales que afectaron, por un lado, al nivel de los tipos de interés oficiales y, por otro, al tamaño y la composición del balance del BCE, por una doble vía: la ampliación del Programa de Compra de Activos y una nueva serie de TLTRO para reforzar la transmisión de la política monetaria a través del canal crediticio.

El Consejo de Gobierno del BCE redujo los tipos de interés oficiales...

El BCE redujo el tipo de la facilidad de depósito en 10 pb, tanto en diciembre como en marzo, hasta situarlo en el -0,40 %. En marzo, además, los tipos de las operaciones principales de financiación y el de la facilidad marginal de crédito se redujeron en 5 pb, situándose en el 0 % y el 0,25 %, respectivamente. Como parte de la política de comunicación de orientaciones sobre el curso futuro de la política monetaria, el Consejo también indicó que los tipos de interés oficiales se mantendrían en esos niveles o inferiores durante un tiempo prolongado, y, en todo caso, más allá del horizonte de las adquisiciones previstas bajo el Programa de Compra de Activos. Con esta estrategia de comunicación, el BCE trataba de asegurar una transmisión más eficiente de los movimientos de los tipos de interés a corto al resto de la curva de rendimientos.

... amplió el Programa de Compra de Activos, tanto en su vigencia temporal como en la cuantía y tipología de activos elegibles...

Respecto al Programa de Compra de Activos, el Consejo recalibró algunos de sus parámetros con la intención de intensificar sus efectos. En diciembre de 2015 alargó su duración seis meses, hasta marzo de 2017, vigencia que sigue condicionada a que el Consejo observe un ajuste sostenido de la tasa de inflación hacia niveles cercanos al 2 %. Se anunció también que los importes derivados del vencimiento de los títulos adquiridos en el marco del Programa se reinvertirán por tanto tiempo como sea necesario. La extensión temporal y la política de reinversión supondrán un incremento de la liquidez notable hasta 2019, de unos 680 mm de euros (6,5 % del PIB). Asimismo, se ajustó el universo de activos públicos elegibles incluyendo los instrumentos de deuda emitidos por gobiernos regionales y locales de la zona del euro, siempre que cumplan el resto de criterios de elegibilidad, como el de una calificación crediticia mínima.

En marzo de 2016, el Consejo decidió ampliar el volumen de compras mensuales hasta los 80 mm de euros e incluir como activos elegibles del Programa los bonos del sector corporativo no bancario a través de un nuevo programa denominado «CSPP», por sus siglas en inglés (véase cuadro 3.1). El CSPP pretende contribuir a reducir el coste de las emisiones de bonos corporativos y, en la medida en que las empresas de mayor tamaño desplacen sus decisiones de financiación a los mercados de renta fija, también se prevé que tenga un efecto colateral positivo sobre la oferta de préstamos bancarios disponible para las empresas de menor tamaño.

... e introdujo una nueva serie de operaciones de financiación a más largo plazo

Con el mismo objetivo de reforzar el canal de transmisión que discurre a través de la oferta de préstamos bancarios, en marzo se anunció una nueva serie de cuatro operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (denominadas «TLTRO II») a partir de

junio de 2016. Estas operaciones tendrán un vencimiento de cuatro años y un tipo fijo igual al de las operaciones principales de financiación, que podría reducirse hasta alcanzar el de la facilidad de depósito si la cartera de préstamos llega a superar un umbral de referencia.

### 3 Los canales de transmisión de las medidas de expansión cuantitativa

#### 3.1 LA TRANSMISIÓN A LAS CONDICIONES FINANCIERAS

Los programas de compra de activos inciden en los tipos de interés a largo plazo a través, fundamentalmente, de dos canales: el canal de la señalización, que refuerza la política de comunicación del banco central...

... y el canal de recomposición de carteras

En un contexto en el que el recorrido a la baja de los tipos de interés a corto plazo está limitado, los programas de compra de activos a gran escala constituyen una herramienta efectiva de estímulo de la demanda agregada al incidir sobre los tipos de interés a largo plazo, así como sobre los precios y rentabilidades del conjunto de activos de la economía. La literatura desarrollada a la luz de la experiencia reciente enfatiza dos mecanismos claves en este proceso de transmisión<sup>4</sup>.

El primero —conocido como «canal de la señalización»— recogería el efecto de estas medidas sobre las expectativas de los agentes acerca del tono futuro de la política monetaria. La perspectiva de unos tipos de interés oficiales más reducidos o su mantenimiento en niveles bajos durante un período más prolongado se transmite de forma inmediata a los tipos de interés a plazo más largo, en la medida en que la rentabilidad de un bono a largo plazo refleja, además de otros factores, los tipos a corto esperados a lo largo de la vida del instrumento<sup>5</sup>. Este canal de la señalización refuerza los efectos de otras medidas que también inciden sobre las expectativas de los tipos oficiales<sup>6</sup>, como la publicación de orientaciones sobre el curso futuro de la política monetaria (*forward guidance*, en terminología anglosajona)<sup>7</sup>.

Las medidas de expansión cuantitativa se transmiten a los precios del conjunto de activos de la economía a través, también, del ajuste que provocan en las carteras de los inversores, lo que se conoce como el *canal de recomposición de carteras*. Cuando el banco central adquiere valores, lo hace a cambio de reservas en el propio banco central, que normalmente no constituyen un sustituto perfecto del activo adquirido. Por ello, los inversores inician un proceso de recomposición de sus carteras en el que tratan de reinvertir dicha liquidez, bien adquiriendo el mismo tipo de valor vendido, o bien otros sustitutos más o menos cercanos, lo que tiende a provocar una presión a la baja sobre la rentabilidad del conjunto de activos (al alza sobre el precio)<sup>8</sup>. La magnitud de los efectos dependerá de características específicas de los activos adquiridos, tales como el riesgo de crédito y la duración. Parte integral de este canal lo constituye también el efecto que las compras de activos denominados

4 Para una discusión más amplia de estos y otros canales adicionales, puede consultarse, por ejemplo, A. Krishnamurthy y A. Vissing-Jørgensen (2011), *The effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy*, Brookings Papers on Economic Activity, otoño, pp. 215-287.

5 Además, en la medida en que se reduce la incertidumbre sobre posibles variaciones en los tipos de interés oficiales, podría esperarse una cierta disminución de la prima por plazo, esto es, el exceso de rentabilidad que los inversores exigen por invertir a plazos más largos como compensación por posibles fluctuaciones en el precio del bono ante variaciones no anticipadas de los tipos de interés.

6 Estudios que enfatizan la relevancia de este canal frente a otros en el caso de la Reserva Federal son, por ejemplo, J. Christensen y G. D. Rudebusch (2012), «The response of interest rates to US and UK quantitative easing», *Economic Journal*, noviembre, n.º 122, pp. 385-414, y también M. Bauer y G. Rudebusch (2014), «The signaling channel for Federal Reserve bond purchases», *International Journal of Central Banking*, n.º 10, pp. 233-289.

7 Para mayor detalle, véase, por ejemplo, S. López y P. del Río (2013), «El uso de la orientación de expectativas o *forward guidance* como instrumento de política monetaria», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.

8 Para que este efecto se produzca, es necesario que concurren algunas imperfecciones en los mercados financieros que permitan que los tipos de interés reaccionen a la oferta de títulos disponible para los inversores privados. Concretamente, la literatura distingue un canal de escasez, cuando en presencia de inversores con hábitat preferido (como los fondos de pensiones o compañías de seguros con una vocación más conservadora y de largo plazo) la demanda de los activos que adquiere el banco central no disminuye, lo que presiona el precio al alza. Alternativamente, el efecto sobre el precio también se explica porque las compras de activos del banco central reducen el nivel de riesgo de las carteras de los inversores privados (por duración, entre otros), lo que presiona a la baja las primas de riesgo.

en euros puedan tener sobre el tipo de cambio, que tenderá a depreciarse, bien sea por el aumento de demanda de activos en divisas por parte de los inversores del área como consecuencia del proceso de recomposición de carteras, o bien por la reducción de las tenencias de activos denominados en euros por parte de inversores extranjeros en el contexto de descensos en su rentabilidad.

Los efectos expansivos se refuerzan por la remuneración negativa de la facilidad de depósito

En el caso del BCE, la reducción del tipo de la facilidad de depósito hasta niveles negativos ha servido para amplificar los efectos del Programa de Compra de Activos mediante una doble vía. Por una parte, las reducciones en la remuneración de la facilidad de depósito se trasladan de manera directa a las rentabilidades vigentes en los mercados interbancarios y a las expectativas de tipos de interés, comprimiendo los tipos de los plazos más largos. Por otro, el mayor coste de mantener los excedentes de liquidez en el Eurosistema incentiva la reinversión en activos alternativos y la concesión de préstamos bancarios. Esta innovación, compartida con otros bancos centrales en Europa y en Japón, ha permitido constatar que el 0 % no constituye necesariamente el límite inferior al recorrido de los tipos de interés nominales, ya que la rentabilidad de mantener dinero en efectivo es también negativa una vez que se tienen en cuenta los costes de almacenamiento, distribución y aseguramiento. No obstante, la capacidad para generar impulsos adicionales ahondando en el valor negativo de los tipos oficiales es limitada. A partir de algún valor negativo, que no resulta fácil determinar, la dificultad para trasladar los tipos negativos a los depósitos minoristas podría impedir su transmisión al coste de las operaciones de crédito o generar un estrechamiento de los márgenes que supusiera un deterioro de la capacidad de intermediación de las entidades bancarias.

La evidencia empírica disponible encuentra resultados positivos de los programas de compra de activos sobre los tipos de interés a largo plazo, aunque con incertidumbre sobre su magnitud

La experiencia reciente ha permitido acumular evidencia empírica sobre los efectos de los programas de compra de activos en los tipos de interés a largo plazo. La dificultad de los ejercicios empíricos y la importancia de los elementos diferenciales en el diseño de los programas se hacen patentes, no obstante, en la amplitud de los rangos de estimación disponibles. En el caso de la Reserva Federal de Estados Unidos, Williams (2014)<sup>9</sup> estima que cada 600 mm de dólares de compras (aproximadamente, un 3 % del PIB) se habría traducido en una reducción de los tipos de interés a diez años entre 15 pb y 25 pb, equivalente, según este autor, a un recorte en los tipos de interés de los fondos federales de entre 75 pb y 100 pb. En el caso de Reino Unido, Joyce *et al.*<sup>10</sup> (2011) estiman que el programa del Banco de Inglaterra —por una cuantía de 200 mm de libras, o un 11 % del PIB— contribuyó a reducir los tipos de interés a largo plazo en unos 100 pb. Para Japón, el análisis del propio banco central indica que el programa iniciado en abril de 2013 redujo los tipos de interés a diez años en 30 pb durante los dos primeros años de funcionamiento, 80 pb en términos reales cuando se tiene en cuenta la revisión al alza de las expectativas de inflación<sup>11</sup>.

### 3.2 LA TRANSMISIÓN A LA DEMANDA AGREGADA Y A LOS PRECIOS

Los cambios descritos en las condiciones financieras contribuyen a combatir posibles tensiones deflacionistas impulsando la demanda a través de los canales de transmisión habituales por los que discurren los estímulos monetarios convencionales. Así, tipos de

9 J. C. Williams (2014), «Monetary Policy at the Zero Lower Bound. Putting Theory into Practice», *Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy at Brookings*, enero.

10 M. A. Joyce, A. Lasaosa, I. Stevens y M. Tong (2011), «The financial market reaction of quantitative easing in the United Kingdom», *International Journal of Central Banking*, vol. 7, n.º 3, pp. 113-161.

11 Este es el impacto de un programa de 110.000 mm de yenes, que es el aumento en las tenencias de deuda pública del banco central hasta diciembre de 2014. Véase Banco de Japón (2015), «Quantitative and Qualitative Monetary Easing: assessment of its effects in the two years since its introduction», *Bank of Japan Review*, mayo.

Los cambios en las condiciones financieras contribuyen a contrarrestar las tensiones deflacionistas a través de los canales de transmisión habituales

En la zona del euro, son de especial relevancia el canal crediticio y el del tipo de cambio

La evidencia empírica sobre el impacto macroeconómico de las medidas de expansión cuantitativa no es muy extensa

interés reales más bajos favorecen el adelantamiento en el tiempo de las decisiones de consumo corriente y expanden el gasto en inversión y en consumo de bienes duraderos, al reducir el coste de uso del capital. Se producen también cambios sobre la renta disponible<sup>12</sup> y efectos riqueza<sup>13</sup> a través de la revalorización de los activos, efectos cuya magnitud depende del tamaño y composición de los balances de los agentes y de la distribución de los activos financieros dentro de la población. En el caso del sector público, el ahorro en los costes de financiación, y la consiguiente liberación de recursos, debería facilitar los procesos de consolidación.

Dado el elevado grado de bancarización en el área del euro, es de esperar que una parte importante de los efectos de la actuación de la política monetaria discurra a través de los cambios en la disponibilidad y coste de los préstamos. La caída de los tipos de interés reduce el coste de financiación de los bancos y permite que las entidades apliquen tipos de interés más reducidos en sus nuevas operaciones de préstamo, estimulando la demanda de financiación y, por tanto, el gasto. Además, el aumento de los precios de los activos contribuye a reforzar la situación patrimonial tanto de los bancos, que verán incrementada su capacidad para prestar, como de sus prestatarios, que ven aumentado el valor de sus activos de garantía. Desde el punto de vista de la oferta, un contexto de rentabilidades reducidas incentiva la recomposición de las carteras hacia activos con mayor riesgo, lo que debería traducirse en un estímulo para la concesión de préstamos.

Por su parte, la depreciación del tipo de cambio mejora la competitividad-precio de los bienes producidos en el área y aumenta las exportaciones netas, con efectos expansivos sobre la demanda agregada y la inflación. La depreciación del tipo de cambio ejerce, además, un efecto directo sobre la inflación en la medida en que eleva el precio de los bienes y servicios importados, sean estos de consumo final o factores intermedios.

Los estudios disponibles, centrados sobre todo en la experiencia de Estados Unidos y de Reino Unido, identifican, en general, un efecto positivo de este tipo de programas sobre la actividad y los precios, aunque la disparidad en la magnitud de las estimaciones de sus efectos revela que el grado de incertidumbre es muy elevado, incluso mayor que en el caso de las variables financieras. Las diversas aproximaciones existentes en la literatura empírica difieren en aspectos muy relevantes, como son los supuestos que permiten identificar qué constituye un impulso exógeno de política monetaria en el ámbito no convencional.

De acuerdo con la recopilación de Constâncio (2015)<sup>14</sup>, los estudios disponibles para Estados Unidos estimarían unos efectos entre el 0,2 % y el 1,7 % para el nivel del PIB y entre 0 pp y 1,7 pp para el nivel de inflación por cada 1.000 mm de dólares de compras (equivalente a un 5,5 % del PIB del país). Estudios más recientes, como Engen *et al.* (2015)<sup>15</sup>, rebajarían algo la magnitud de estos efectos. Para el caso de Reino Unido, se estima que el programa del Banco de Inglaterra habría ejercido un efecto positivo que oscilaría entre

12 En general, para los deudores netos habrá un efecto positivo en la medida en que los menores tipos de interés se trasladen al servicio de la deuda, incrementando su capacidad de gasto. En el caso de los acreedores, sin embargo, los rendimientos futuros de los activos se reducirán, con un efecto contractivo sobre su renta bruta disponible.

13 Es previsible la existencia de efectos menos potentes en la zona del euro que en Estados Unidos, debido a las menores tenencias de activos financieros cuya valoración fluctúa con las condiciones de mercado, como los bonos y, en particular, las acciones. Véase, por ejemplo, OCDE (2015), «Quantitative easing and household wealth», recuadro 1.4, *Economic Outlook*, vol. 1.

14 V. Constâncio (2015), *US Monetary Policy Forum Panel discussion on Central Banking with Large Balance Sheets*, presentación en Nueva York, 27 de febrero.

15 E. M. Engen, T. Laubach y D. Reifschneider (2015), *The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Unconventional Monetary Policies*, Finance and Economics Discussion Series 2015-005, Washington, Board of Governors of the Federal Reserve System.

el 1 % y el 3 % para el nivel del PIB y entre 0,2 pp y 2,5 pp para la inflación. No obstante, en ninguno de estos estudios se estiman los hipotéticos efectos adversos que se hubieran producido en caso de que estas medidas no se hubiesen aplicado.

#### 4 Una estimación de los efectos de la política monetaria del BCE sobre las condiciones financieras y crediticias

##### 4.1 LOS EFECTOS EN EL CONJUNTO DEL ÁREA DEL EURO

Desde la primavera de 2014, se ha producido una significativa relajación de las condiciones de financiación en el conjunto del área del euro

Desde mayo de 2014<sup>16</sup>, los tipos de interés nominales en el área del euro se han reducido a lo largo de toda la curva de rendimientos. Esta reducción ha sido más intensa en el tramo largo, con tipos de interés que han terminado situándose en registros negativos hasta plazos relativamente largos (véase gráfico 3.3). Así, la curva de tipos de interés derivada a partir de la rentabilidad de la deuda soberana de la UEM —para todos los emisores— experimentó un notable descenso y un aplanamiento significativo. Para los plazos de tres y diez años la reducción fue en torno a 75 pb y 150 pb durante el período de dos años analizado, situándose en el 0,2 % y en el 1 %, respectivamente, a fecha de cierre de este Informe. Este descenso no fue uniforme por países. Mientras que la rentabilidad del *Bund* alemán a diez años descendió en torno a 130 pb, hasta situarse por debajo del 0,2 %, la de la deuda soberana española lo hizo en unos 140 pb —hasta el 1,6 %— y la italiana en unos 150 pb —hasta el 1,5 %—. Por su parte, los *covered bonds* emitidos en la UEM experimentaron una caída de unos 120 pb en su rentabilidad. El resto de instrumentos de financiación parece haberse beneficiado también de estas tendencias. El tipo de cambio del euro se depreció de manera notable —cerca de un 20 % con respecto al dólar—, condicionado por la creciente diferenciación en la orientación de la política monetaria del Eurosistema frente a la Reserva Federal, menos acomodaticia en este último caso.

La caída de las expectativas de inflación ha supuesto, no obstante, que la relajación de las condiciones financieras ha sido menor en términos reales que en términos nominales. Así, por ejemplo, en el caso de los bonos a diez años, el descenso de alrededor de 100 pb experimentada en su rentabilidad real, que se sitúa en niveles próximos al -1 %, representa 50 pb menos que la disminución nominal. A este respecto, el segundo panel del gráfico 3.3 muestra el desplazamiento hacia abajo y el aplanamiento que se ha producido en la estructura temporal de tipos de interés reales desde mayo de 2014.

El análisis de la respuesta del precio de los activos a los anuncios de política monetaria no está exenta de dificultades...

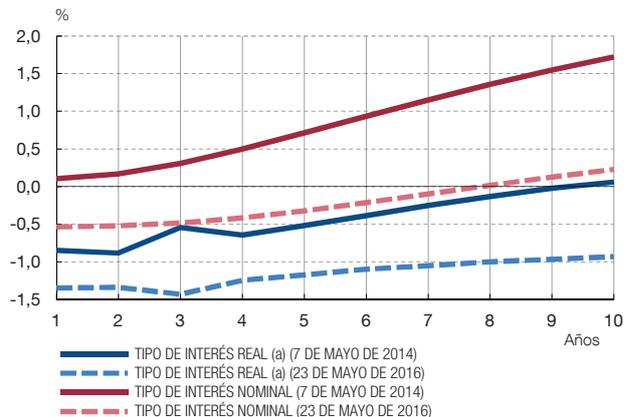
Resulta muy difícil aislar el efecto sobre los mercados financieros de una determinada decisión de política monetaria frente a los procedentes de otros factores, como pueden ser las revisiones en las perspectivas de crecimiento o inflación, la evolución de la solvencia percibida de los distintos sectores institucionales, las reformas acometidas en algunos Estados miembros o los avances en la gobernanza europea. Un enfoque utilizado comúnmente para aislar dicho impacto sobre las variables financieras consiste en analizar la respuesta del precio de los respectivos activos a los diferentes anuncios de medidas de política monetaria. La hipótesis central es que los precios de mercado de los activos reaccionarían de una manera relativamente rápida a los anuncios del banco central, mientras que los flujos de compras, en la medida en que no aportan información adicional, no generarían por sí mismos efectos expansivos adicionales. La aplicación de esta metodología, denominada de *estudio de eventos*, no está exenta de dificultades prácticas. En particular, requiere seleccionar el tamaño de la ventana temporal sobre el que se mide la variación de los precios. Un intervalo temporal muy corto tenderá probablemente a subestimar los efectos, pero su ampliación aumenta la posibilidad de la cuantificación se vea sesgada por la incidencia de otros factores. El anuncio simultáneo de varias medidas plantea también problemas específicos, al impedir identificar por separado los correspondientes efectos, como ocurre, en el caso del BCE, con las TLTRO, los programas de compra de activos, las decisiones sobre los tipos de interés oficiales y los diversos refinamientos de la política de comunicación.

<sup>16</sup> El período considerado es entre el 7 mayo de 2014, día anterior al Consejo de Gobierno en el que el BCE señaló la necesidad de ajustar el tono de la política monetaria, y el 23 de mayo de 2016, fecha de cierre de este Informe.

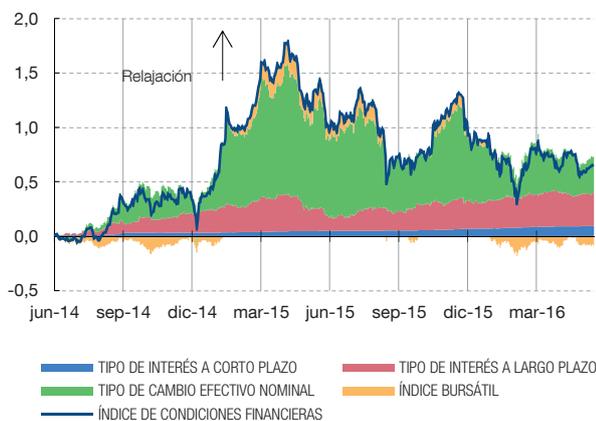
1 TIPOS DE INTERÉS



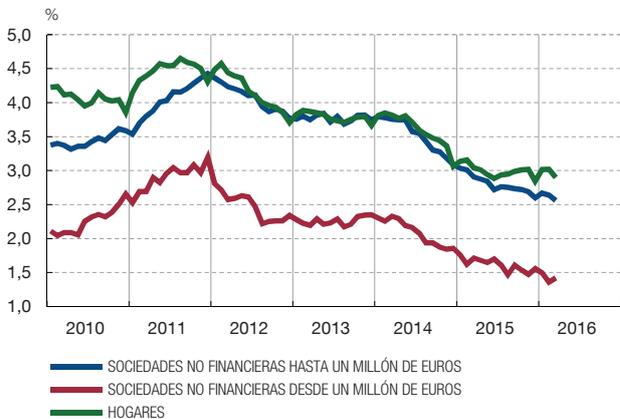
2 CURVA DE RENDIMIENTOS POR PLAZOS. DEUDA PÚBLICA. EMISORES AAA



3 ÍNDICE DE CONDICIONES FINANCIERAS (b)



4 TIPOS DE INTERÉS DE PRÉSTAMOS BANCARIOS



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

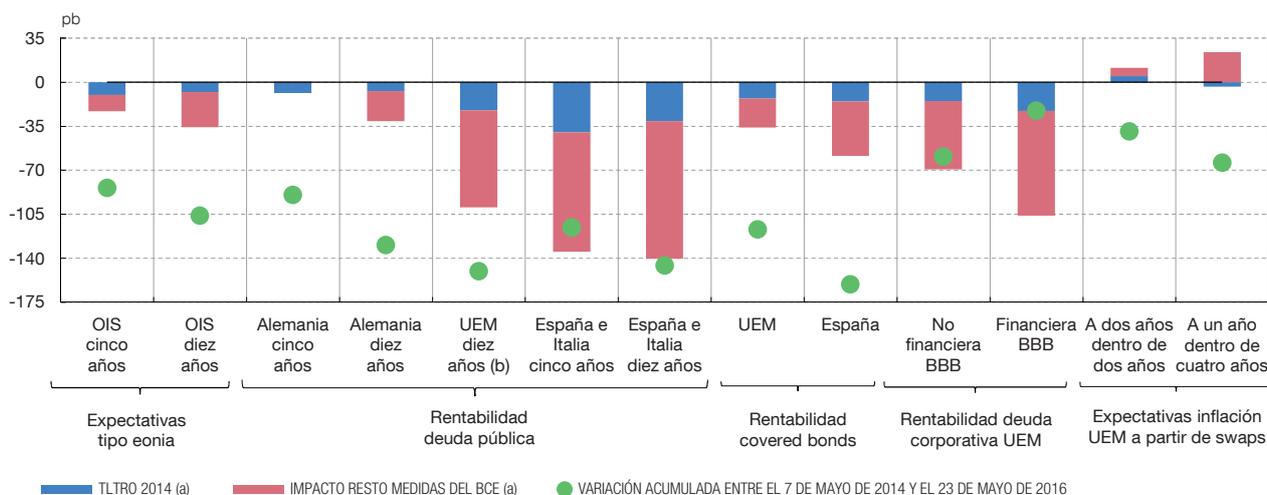
- a Calculado como la diferencia entre el tipo de interés nominal y la inflación esperada para el plazo correspondiente, obtenida a partir de los swaps de inflación.
- b Índice de frecuencia diaria que incorpora las cuatro variables representadas en el gráfico, a las que se aplican las ponderaciones recogidas en J. Martínez Pagés y E. Ortega Eslava (2000), «Una evaluación de la situación monetaria y financiera en España a partir de un índice de condiciones monetaria», *Boletín Económico*, febrero, Banco de España. En concreto, se emplea 0,18 para el tipo de interés a corto plazo, 0,23 para el tipo a largo plazo, 0,10 para el tipo de cambio y 0,12 para la bolsa —entrando los tres primeros con signo negativo en el índice—. Dado que las variaciones observadas en las variables no son solo el resultado de *shocks* genuinos sobre ellas, sino también del comportamiento endógeno de aquellas, el valor del índice de condiciones financieras no se puede interpretar de forma directa como un indicador del tono de la política monetaria.

Finalmente, una dificultad adicional radica en que los mercados financieros suelen anticipar los efectos de posibles anuncios oficiales posteriores cuando la publicación de datos macroeconómicos o intervenciones públicas de los propios responsables de la política monetaria alimentan las expectativas de que el banco central actúe. La medición del impacto de las decisiones tomadas, por ejemplo, en diciembre de 2015 y en marzo de 2016 resulta particularmente complicada, por la presencia de efectos anticipatorios importantes en un contexto de elevada volatilidad en los mercados financieros.

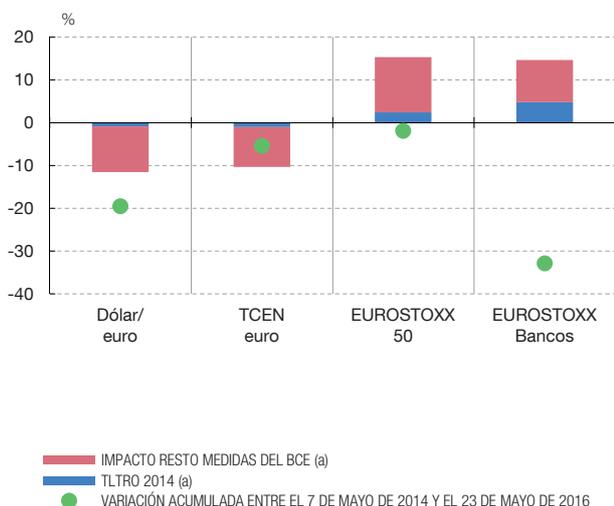
... pero, con cautelas, permite atribuir una parte importante de la relajación de las condiciones financieras a la política monetaria...

Con estas cautelas, se ha utilizado esta metodología de *estudio de eventos* para aproximar el impacto de las decisiones de política monetaria del Consejo de Gobierno del BCE desde mayo de 2014. El ejercicio se realiza considerando una ventana temporal de dos días —esto es, entre el cierre del día anterior y el del posterior al anuncio de las medidas— para un total de 36 fechas en las que el Consejo anunció medidas, se publicaron las reseñas de

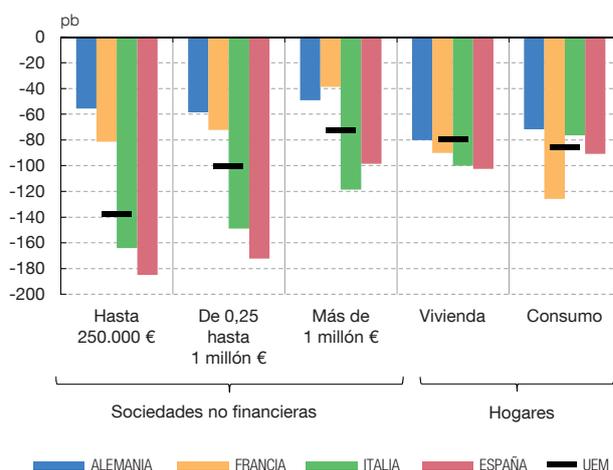
1 EVOLUCIÓN DE ALGUNAS VARIABLES FINANCIERAS DESDE MAYO DE 2014 Y CONTRIBUCIÓN DE LAS DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA



2 TIPO DE CAMBIO Y MERCADOS RENTA VARIABLE



3 VARIACIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE PRÉSTAMOS BANCARIOS (MAYO DE 2014 A MARZO DE 2016)



FUENTES: Banco Central Europeo, Dealogic y Banco de España.

- a Estudio de eventos considerando la variación con una ventana de dos días en torno a 36 fechas en las que el Consejo de Gobierno del BCE anunció medidas, se publicaron reseñas de sus reuniones o se produjeron intervenciones de destacados miembros del Consejo que permitían anticipar la posibilidad de la adopción próxima de actuaciones (véase nota al pie 17 del texto). Bajo el epígrafe de TLTRO se incluyen los Consejos de Gobierno del BCE del 8 de mayo y 5 de junio de 2014.
- b Estimación realizada por el BCE a partir de datos nacionales.

[Descargar](#)

las reuniones o se produjeron intervenciones de destacados miembros del Consejo que permitían anticipar la posibilidad de la adopción próxima de actuaciones<sup>17</sup>.

Los resultados del ejercicio, presentados en el gráfico 3.4, indican que las medidas de política monetaria han contribuido de manera apreciable a la relajación de las condiciones

17 Hasta marzo de 2015, la selección de fechas se realiza siguiendo BCE (2015), «The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures», *Boletín Económico*, n.º 7, y C. Altavilla, G. Carboni y R. Motto (2015), *Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area*, Documento de Trabajo n.º 1864, noviembre, Banco Central Europeo. A estas fechas se añaden otras consideradas como relevantes para que el ejercicio abarque hasta el Consejo de Gobierno de marzo de 2016.

financieras en el área del euro desde mayo de 2014. Los impactos estimados son superiores en el caso de los activos incluidos en el programa de compras —deuda pública y *covered bonds*<sup>18</sup>— y resultan ser crecientes con el plazo y con el nivel de riesgo. De este modo, se estima que las medidas del BCE serían responsables de alrededor de 100 pb de la reducción experimentada por la rentabilidad de la deuda pública soberana a largo plazo de la UEM, si bien este efecto sería superior para los valores de países que inicialmente presentaban primas de riesgo mayores: unos 130 pb y 150 pb para la deuda soberana española e italiana, respectivamente, frente a unos 30 pb en el caso del *Bund* alemán. El efecto sobre la rentabilidad de las cédulas se estima en torno a 40 pb, mientras que en el caso de bonos corporativos BBB de empresas no financieras y financieras estas magnitudes se cifrarían en unos 70 pb y 110 pb, respectivamente.

... incluyendo una revalorización de las cotizaciones bursátiles y una depreciación del tipo de cambio...

A pesar de que desde mayo de 2014 los índices bursátiles registraron pérdidas, la política monetaria expansiva del Eurosistema habría contribuido a elevar las cotizaciones de renta variable, en más de un 15 % en el caso del EUROSTOXX, de acuerdo con las estimaciones del ejercicio. Para el tipo de cambio, el análisis indicaría que las medidas del BCE habrían facilitado una depreciación del 10 % en términos del tipo de cambio efectivo nominal y de cerca del 12 % frente al dólar.

... así como una mejora modesta de las expectativas de inflación a medio plazo

Por último, hay que destacar que las expectativas de inflación a medio plazo derivadas de indicadores de mercado tuvieron una reacción positiva, aunque modesta, a los anuncios de las medidas del BCE. Así, por ejemplo, el ejercicio estima que estas últimas habrían incrementado en 10 pb las expectativas de inflación a dos años dentro de dos años obtenidas a partir de contratos *swaps* de inflación. Con todo, la magnitud del efecto estimado resulta insuficiente para compensar el endurecimiento en términos reales de las condiciones financieras que ha implicado la caída de 40 pb acumulada por el indicador desde mayo de 2014.

La relajación de las condiciones financieras se ha traducido en una reducción de los costes del pasivo para los bancos del área del euro...

Los bancos del área del euro se beneficiaron también de la relajación generalizada de las condiciones financieras, que se tradujo en menores costes de emitir deuda en los mercados de capitales, en un contexto en el que disponía de la posibilidad de acceso a la financiación a largo plazo del banco central a tipos de interés muy reducidos mediante las TLTRO. A su vez, los tipos de los depósitos minoristas se vieron presionados a la baja también por los niveles, incluso negativos, de los tipos de interés en los mercados monetarios.

... que estos han transmitido en forma de un menor coste y mejores condiciones de acceso a los préstamos bancarios...

Por el lado del activo, se produjo una traslación a los tipos de interés aplicados por las entidades en las operaciones de préstamos. Como se observa en el gráfico 3.4, la caída ha sido más acusada en los préstamos concedidos a empresas por un importe inferior a un millón de euros, dirigidos fundamentalmente a pymes. Los indicadores cualitativos procedentes de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) y de la Encuesta sobre el Acceso a la Financiación de las Empresas en el área del euro también indican una mejora en el acceso al crédito. De acuerdo con la EPB, los bancos declaran que tanto las TLTRO como el Programa de Compra de Activos habrían contribuido significativamente a la relajación de las condiciones crediticias, mientras que el impacto de estos programas sobre los criterios de concesión de préstamos habría sido más limitado.

... y una cierta recuperación del crédito

Estas circunstancias han favorecido la recuperación gradual de los préstamos al sector privado de la zona del euro a lo largo de 2015 y la parte transcurrida de 2016. Aunque la

<sup>18</sup> Por lo que respecta al ABSPP, el escaso dinamismo de los mercados primarios de titulaciones, afectados todavía por la incertidumbre regulatoria, entre otros factores, impedía un despliegue ambicioso de este programa de compra.

mejora resulta generalizada por países, los respectivos ritmos de avance muestran divergencias importantes como consecuencia de los procesos de desapalancamiento en el que se hallan inmersos varios países del área. Así, los préstamos al sector privado han abandonado las caídas que todavía mostraban a finales de 2014 y actualmente se expanden a un ritmo en torno al 1 % interanual en el conjunto del área. En el caso de los préstamos tanto a hogares como a empresas no financieras, los saldos siguen disminuyendo en términos interanuales en países como España, Holanda, Grecia, Portugal e Irlanda.

En conclusión, la evidencia disponible sugiere que el conjunto de medidas de política monetaria aplicadas por el BCE en los últimos dos años ha contribuido a relajar considerablemente las condiciones de financiación

En consonancia con la evidencia disponible para el área del euro y otras zonas geográficas, el análisis realizado sugiere que las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE han tenido un impacto considerable en las condiciones financieras del área del euro. Este impacto se ha producido a pesar de que el BCE tomó estas decisiones en un momento en el que, superados los episodios más agudos de inestabilidad financiera que afectaron al área en 2011-2012, las condiciones de financiación habían adquirido ya un grado de acomodación importante. El hecho de que las compras de valores por parte del Eurosistema se hayan dirigido a títulos con plazos de vencimiento largos y hayan abarcado una categoría amplia de calificaciones crediticias habría redundado en una mayor efectividad del programa, con efectos más intensos sobre las primas por plazo y por riesgo de crédito.

#### 4.2 LOS EFECTOS SOBRE LAS CONDICIONES FINANCIERAS Y CREDITICIAS EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Las condiciones financieras de la economía española han seguido un patrón similar a las descritas para la zona del euro, con caídas acusadas en los costes de financiación...

Las condiciones financieras de la economía española siguieron un patrón similar al descrito para la zona del euro, aunque las caídas en los tipos de interés fueron algo más intensas en el primer caso. Así, entre los instrumentos incluidos en el programa de compra del Eurosistema, la deuda pública a diez años vio reducida su rentabilidad nominal en unos 140 pb desde mayo de 2014, hasta situarse en niveles en torno al 1,6 %; la de las cédulas hipotecarias a largo plazo lo hacía en más de 160 pb, y la de las emisiones de renta fija a largo plazo de las sociedades no financieras (SNF), en unos 145 pb. Esta tendencia se trasladó, con distinta intensidad, al resto de instrumentos financieros no incluidos en el programa. Así, se estima que el coste de los recursos propios<sup>19</sup> de estas sociedades se redujo en alrededor de 120 pb en dicho período. Dado que las expectativas de inflación a largo plazo cayeron a lo largo de estos dos años, la reducción de los costes de financiación en términos reales habría sido, dependiendo del plazo del instrumento, entre 50 pb y 60 pb<sup>20</sup> más moderada que lo que refleja la variación nominal.

... en parte como consecuencia de la política monetaria expansiva del Eurosistema

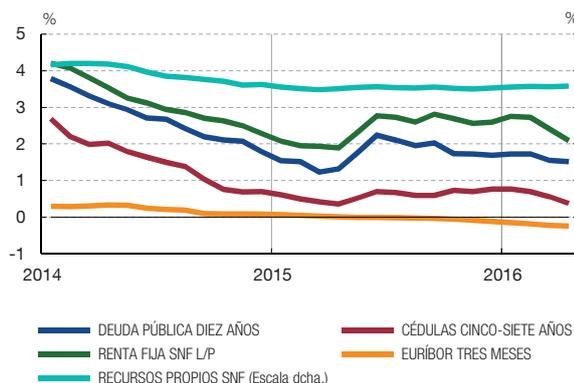
El impacto que cabe atribuir a las medidas de política monetaria en la reducción de los costes de financiación en el caso de la economía española es mayor que para el conjunto del área del euro. En efecto, utilizando la metodología de estudio de eventos de la sección anterior, dichos impactos, en términos nominales, se calculan en unos 130 pb en el caso de la deuda pública a diez años, unos 60 pb en las cédulas hipotecarias, casi 90 pb en el del coste de las emisiones de renta fija a largo plazo de las sociedades no financieras y algo más de 80 pb en el de los recursos propios del sector<sup>21</sup> (véase segundo panel del gráfico 3.5). En términos reales, los impactos estimados habrían sido solo marginalmente mayores, dada la modesta reacción de las expectativas de inflación a las medidas del BCE. Por su

19 El coste de los recursos propios se estima a partir de un modelo de descuento de dividendos de Gordon.

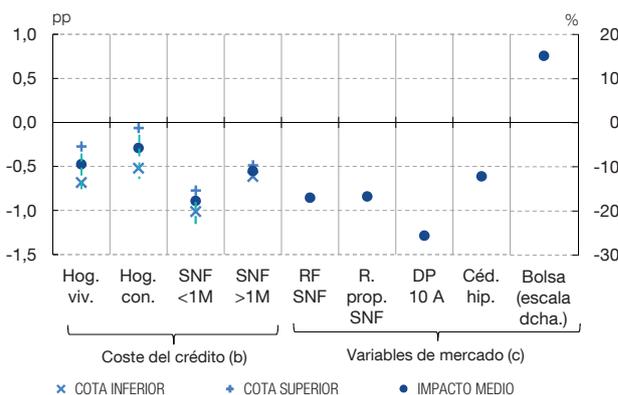
20 Las expectativas de inflación se aproximan a partir de los *swap* de inflación.

21 En este caso, la estimación constituye probablemente una cota inferior al verdadero impacto, que se ha calculado suponiendo que la política monetaria no tiene efectos sobre el crecimiento de los dividendos. En particular, a partir del modelo de descuento de dividendos de Gordon se obtiene que la variación del coste de los recursos propios de las empresas es aproximadamente igual a la diferencia entre la ratio de los dividendos sobre el precio de las acciones y la tasa de crecimiento de los dividendos. Por tanto, suponiendo que esta última variable no cambia, la variación del coste de los recursos propios coincide aproximadamente con el cambio en la ratio de dividendos sobre el precio. Esta ratio se ha calculado a partir de la información disponible de las empresas no financieras españolas cotizadas en bolsa.

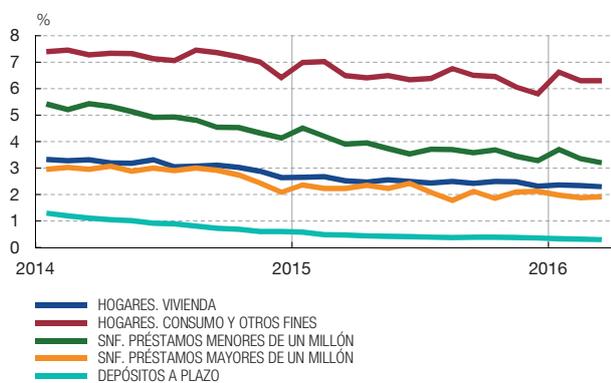
1 COSTES DE FINANCIACIÓN



2 EFECTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA SOBRE LAS CONDICIONES FINANCIERAS (a)

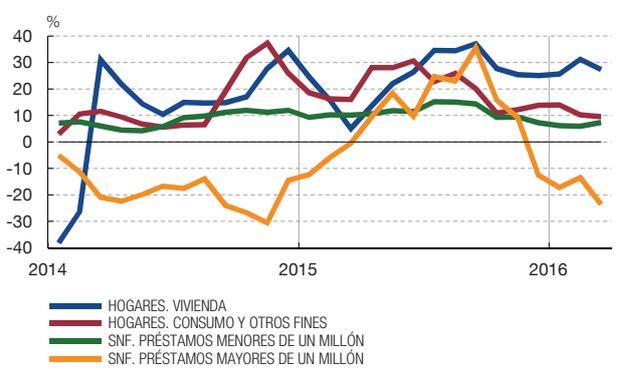


3 TIPOS DE INTERÉS DEL CRÉDITO Y DE LOS DEPÓSITOS

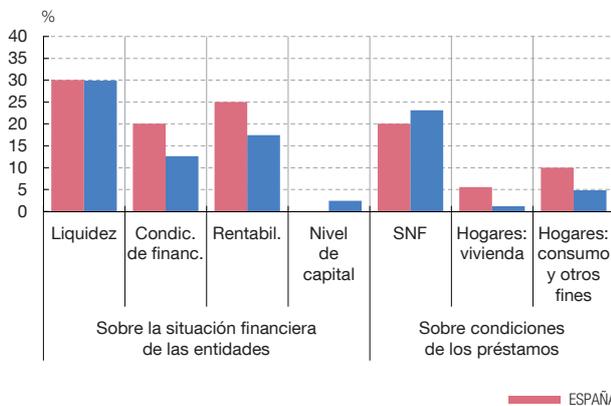


4 NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO (d)

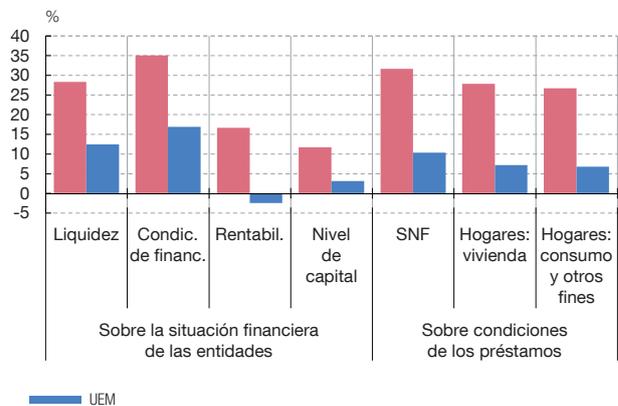
Tasa de crecimiento interanual. Medias móviles de tres meses



5 IMPACTO DE LAS TLTRO (e) (f)



6 IMPACTO DEL PROGRAMA DE COMPRA DE ACTIVOS DEL EURO SISTEMA (f) (g)



FUENTE: Banco de España.

- a Efecto acumulado entre mayo de 2014 y marzo de 2016.
- b Tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda (Hog. viv.), a hogares para consumo y otros fines (Hog. con.), a sociedades no financieras de menos de un millón de euros (SNF <1M) y a sociedades no financieras de más de un millón euros (SNF >1M).
- c RF SNF: rentabilidad de la renta fija de las sociedades no financieras; R. prop. SNF: coste de los recursos propios de las sociedades no financieras; DP 10 A: rentabilidad de la deuda pública a 10 años; Céd. hip.: rentabilidad de las cédulas hipotecarias; Bolsa: índice general de la Bolsa de Madrid.
- d En los segmentos de vivienda y de consumo y otros fines, a partir de enero de 2015 la tasa se calcula eliminando las operaciones de renegociación (que están disponibles solamente para estos dos segmentos desde diciembre de 2014).
- e Calculado a partir de las respuestas a una pregunta ad hoc incluida en la Encuesta sobre Préstamos Bancarios de enero de 2016.
- f Indicador: porcentaje de entidades que señalan que las TLTRO o el programa de compra de activos del Eurosistema han contribuido o contribuirán considerablemente a mejorar la situación financiera o a relajar las condiciones de los préstamos × 1 + porcentaje de entidades que señalan que han contribuido o contribuirán en cierta medida × 1/2.
- g Calculado a partir del promedio de las respuestas a una pregunta ad hoc incluida en la Encuesta sobre Préstamos Bancarios de los meses de abril de 2015, octubre de 2015 y abril de 2016.

Descargar

parte, el efecto sobre las cotizaciones bursátiles durante este período fue también significativo, de más de un 15 % sobre el Índice General de la Bolsa de Madrid, en línea con lo observado para el EUROSTOXX.

Las entidades de crédito han transmitido a los tipos de interés del crédito el descenso de sus costes de financiación...

Como se aprecia en el tercer panel del gráfico 3.5, la reducción generalizada de tipos de interés se reflejó también en el coste de los depósitos bancarios, que constituyen el grueso de sus pasivos. Los bancos, que tuvieron acceso, además, a los fondos de las TLTRO, trasladaron los menores costes de financiación a los tipos de interés del crédito. Al igual que en la UEM, el retroceso fue generalizado por segmentos, aunque más acusado en los de riesgo más elevado, como el de los préstamos a SNF por un importe inferior a un millón de euros, en el que se concentran las operaciones con las pymes, o el destinado a los hogares para consumo y otros fines. En ambos casos, el coste de estos recursos partía de unos niveles muy superiores a los observados en el núcleo de la UEM.

... y han relajado los criterios de concesión

Además del descenso del coste del crédito bancario, la evidencia disponible apunta a que durante el período analizado se produjo una mejora en el acceso a este tipo de financiación. Así lo indican, por ejemplo, los resultados cualitativos procedentes tanto de la EPB como, en mayor medida, de la Encuesta sobre el Acceso a la Financiación de las Empresas del BCE, y también la información cuantitativa de la Central de Información de Riesgos del Banco de España<sup>22</sup>.

La evidencia disponible apunta a que una parte de la mejoría de las condiciones crediticias es atribuible a la política monetaria expansiva del Eurosistema

Las respuestas de las entidades españolas participantes en la EPB confirman que tanto las TLTRO como el Programa de Compra de Activos del Eurosistema habrían contribuido a la mejora de su situación de liquidez y de rentabilidad y al descenso de sus costes de financiación, y lo habrían hecho en mayor medida que en el conjunto de la UEM<sup>23</sup> (véanse los paneles quinto y sexto del gráfico 3.5). Las entidades nacionales también indican que estas dos actuaciones contribuyeron a la relajación de las condiciones crediticias, y que lo hicieron, nuevamente, en mayor medida en España que en el área del euro. La evidencia microeconómica presentada en el recuadro 3.1 sugiere que estos efectos fueron algo más intensos en el caso de las entidades españolas que partían de unas condiciones de financiación menos holgadas y que participaron de manera más intensa en las TLTRO, particularmente para los préstamos a sociedades no financieras.

Con el fin de aproximar qué parte del descenso en el coste del crédito bancario es atribuible a las medidas convencionales y no convencionales de política monetaria, se han utilizado varios modelos econométricos disponibles en el Banco de España. Estos modelos relacionan el nivel de los tipos de interés de los préstamos en cada uno de los segmentos con variables como las rentabilidades interbancarias, que aproximan los tipos de interés de mercado, la tasa de paro, que recoge los efectos del ciclo económico a través de las primas de riesgo crediticio, y el diferencial entre la deuda pública española a diez años y el tipo *swap* al mismo plazo<sup>24</sup>. A partir de estas ecuaciones, se ha proyectado cuál habría

22 Para mayor detalle sobre los resultados de la SAFE, puede consultarse el recuadro «Evolución reciente del acceso de las pymes españolas a la financiación externa de acuerdo con la encuesta semestral del BCE», del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, diciembre 2015; para la EPB, M. García-Posada (2016), «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2016», *Boletín Económico*, enero, Banco de España; el indicador de acceso al crédito basado en la CIR puede encontrarse en el *Informe de Estabilidad Financiera* del Banco de España de noviembre de 2015, p. 31.

23 En la comparación con la UEM hay que tener en cuenta que la participación de las entidades españolas en la TLTRO fue superior a la del promedio del área y que los indicadores que se proporcionan en el panel quinto del gráfico 3.5 están calculados solamente a partir de las respuestas de las entidades que participaron en este programa. Por tanto, dado un mismo nivel del indicador en las dos zonas, el efecto sobre el sistema bancario será superior en España, dado que esos impactos afectan a una proporción mayor de entidades.

24 Concretamente, se han estimado modelos de corrección del error en los que en la relación de largo plazo se incluyen las variables anteriores. La estimación se ha realizado con datos del período enero 2003-abril 2014.

sido la evolución de los tipos de interés de los préstamos en ausencia de medidas de política monetaria<sup>25</sup>, lo que permite estimar el efecto de las medidas como la diferencia respecto a dicha proyección. Los resultados de este ejercicio se representan en el panel segundo del gráfico 3.5 en forma de rangos. El efecto medio estimado oscila entre 30 pb y 90 pb, siendo más elevado en el segmento de préstamos a empresas por un importe inferior al millón de euros.

## 5 Una cuantificación del impacto macroeconómico de la política monetaria

### 5.1 LOS EFECTOS EN EL ÁREA DEL EURO

La evidencia sobre los efectos macroeconómicos de las medidas expansivas introducidas desde mediados de 2014 es todavía limitada

Las estimaciones realizadas sugieren que la expansión del balance del BCE ha tenido efectos positivos significativos tanto en el crecimiento como en la inflación del área del euro...

La evidencia empírica disponible sobre los efectos macroeconómicos de las medidas no convencionales de política monetaria desplegadas por el BCE en tiempos recientes, y en particular del Programa de Compra de Activos en curso, es todavía muy limitada. De acuerdo con Constâncio (2016)<sup>26</sup>, los expertos del BCE han estimado que, en ausencia de las medidas de política monetaria, la inflación del área del euro hubiera sido en torno a 0,3 pp inferior en 2015 y estaría en niveles muy negativos a lo largo de 2016. Asimismo atribuye a la política monetaria unos 0,7 pp del crecimiento registrado en los dos últimos años.

Un intento reciente de estimación del impacto de las medidas de expansión cuantitativa del BCE sobre la economía de la zona del euro es el desarrollado en el Banco de España por Burriel y Galesi (2016)<sup>27</sup>, explicado en detalle en el recuadro 3.2. Los resultados obtenidos confirman que la política de expansión cuantitativa del BCE estaría teniendo un impacto positivo sobre la actividad económica del área del euro, contribuyendo de ese modo a contrarrestar las tendencias deflacionistas que han afectado al área en tiempos recientes.

Utilizando el citado estudio, se puede simular el impacto macroeconómico del Programa de Compra de Activos del BCE<sup>28</sup>. Con las cautelas necesarias, teniendo en cuenta las dificultades de la estimación comentadas en el recuadro, la contribución positiva del Programa de Compra de Activos a la tasa de crecimiento del PIB y a la inflación de la zona del euro en 2015 se cifraría en 0,7 pp y 0,3 pp, respectivamente (véase gráfico 3.6). El impacto estimado para 2016, que está rodeado de mayor incertidumbre, se situaría en torno a 0,7 pp sobre el crecimiento del PIB y a 0,8 pp sobre la tasa de inflación. Esta cuantificación es de un orden de magnitud comparable a la referida en Constâncio (2015), aunque los ejercicios de estimación no son completamente equiparables. Por otra parte,

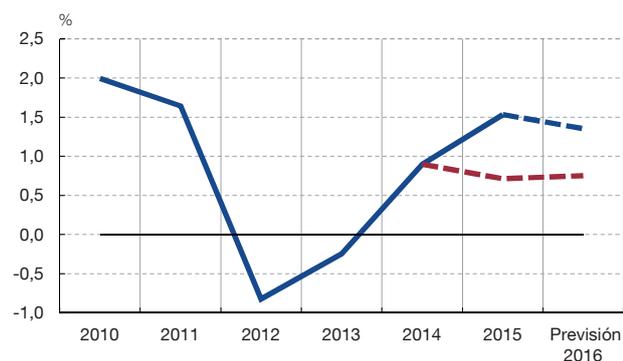
25 La senda de los tipos de interés en ausencia de medidas se construye bajo los siguientes supuestos. Primero, se considera que los tipos interbancarios se hubieran mantenido constantes, atribuyendo, por tanto, toda su variación a las medidas de política monetaria. Segundo, para el resto de variables financieras se descuentan los efectos atribuibles a la actuación del banco central a partir del estudio de eventos de la sección anterior. En tercer lugar, para la tasa de paro se han utilizado los resultados de una primera estimación de los efectos de la política monetaria, según la metodología que se describe en la siguiente sección, en la que no se ha tenido en cuenta el efecto de la caída de la tasa de paro sobre los tipos de interés del crédito.

26 V. Constâncio (2016), *En defensa de la política monetaria*, artículo de opinión, 11 de marzo, Banco Central Europeo.

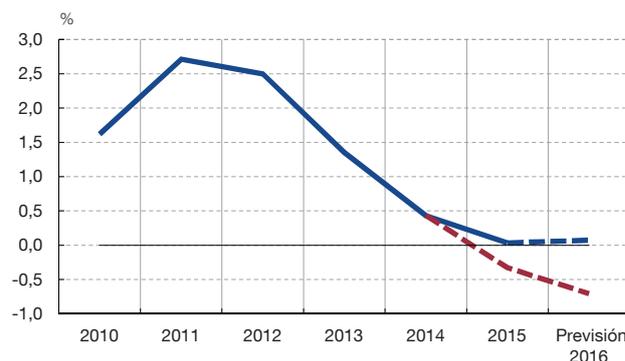
27 Se trata de un modelo econométrico estructural de vectores autorregresivos global (GSVAR) estimado con datos mensuales desde 2008, en el que los impulsos de la política monetaria del BCE se identifican a partir del comportamiento del balance del banco central. Véase P. Burriel y A. Galesi (2016), *Unconventional monetary policies in the euro area: a global VAR analysis*, mimeo.

28 A partir de un escenario base sin Programa de Compra —en el que el balance sigue la senda que marca el modelo en ausencia de perturbaciones—, se construye un escenario con Programa de Compra, en el que se añaden al balance del banco central las compras periódicas del Programa, de acuerdo con la decisión de diciembre de 2015, esto es, 60 mm de euros mensuales hasta marzo de 2017. Separadamente, se considera la decisión de marzo de 2016 de incrementar el volumen de compras a 80 mm a partir de abril de 2016. El ejercicio no incorpora, pues, los efectos ni las interacciones con otras medidas, como la bajada del tipo de la facilidad de depósito, y no tiene en cuenta elementos relevantes del Programa, como la clase de activos adquiridos.

1 CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB



2 INFLACIÓN



— OBSERVADO Y PREVISIÓN BCE MARZO DE 2016      - - - - - SENDA ESTIMADA EN AUSENCIA DEL APP

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Estimación siguiendo a Burriel y Galesi (2016). El ejercicio de previsión del BCE de marzo no incorpora los efectos de las medidas adoptadas en el Consejo de Gobierno de marzo. Por este motivo, para construir la senda contrafactual, en ausencia de APP, solo se consideran los efectos de las medidas adoptadas hasta diciembre.

[Descargar](#)

es necesario señalar que este tipo de aproximaciones no suele considerar otros efectos, potencialmente muy relevantes, de la actuación del banco central, en la dirección de eliminar o reducir sustancialmente la probabilidad de escenarios de riesgo adversos de difícil cuantificación, pero con costes potencialmente muy elevados para la economía, como puede ser un escenario hipotético de caída persistente y generalizada de precios.

... con algunas diferencias entre países...

La estimación presentada en el recuadro 3.2 también sugiere dos resultados de interés en relación con los canales de transmisión del programa de expansión cuantitativa. En primer lugar, el canal de recomposición de carteras, que opera a través del aumento del precio relativo de los activos privados y la depreciación del tipo de cambio, es el que más contribuiría a explicar los efectos totales. En segundo lugar, las estimaciones revelan ciertas diferencias en la intensidad con que, en el período de análisis, ha operado el canal crediticio en los distintos países, siendo más elevada en los denominados «países centrales» del área del euro que en los más vulnerables. Esta asimetría explicaría que, a pesar de que en el segundo grupo de países la mejora en las condiciones de financiación durante el período analizado ha sido mayor, la respuesta de la actividad al impulso monetario podría haber sido algo superior en los países centrales del área<sup>29</sup>.

... dada la existencia en algunos países de *cuellos de botella* en el mecanismo de transmisión

Este último resultado se analiza en detalle en el marco de un modelo macroeconómico teórico desarrollado en el Banco de España por Arce, Hurtado y Thomas (2015) (véase recuadro 3.3). En este modelo, los *cuellos de botella* en el mecanismo de transmisión monetaria en los países más vulnerables se producen debido al efecto negativo que tiene un excesivo nivel de endeudamiento previo sobre el flujo de nuevo crédito. Así, el impacto positivo que el programa de expansión cuantitativa del BCE tiene sobre el valor de los activos se traduce en un aumento más intenso del crédito y del gasto privado en los países

29 Para más detalles sobre asimetrías en la transmisión de la política monetaria, pueden consultarse M. Ciccarelli, A. Maddaloni y J. L. Peydró (2013), «Heterogeneous Transmission Mechanism: Monetary Policy and Financial Fragility in the Euro Area», *Economic Policy*, julio, vol. 28-75, pp. 459-512; L. Gambacorta, B. Hofmann y G. Peersman (2014), «Effectiveness of unconventional monetary policy at the zero lower bound: a cross-country analysis», *Journal of Money, Credit and Banking*, 46(4), pp. 615-642; o M. Mandler, M. Scharnagl y U. Volz (2016), *Heterogeneity in euro-area monetary policy transmission: results from a large multi-country BVAR model*, Discussion Paper n.º 03/2016, Deutsche Bundesbank.

del centro de la Unión Monetaria que en el de las empresas y hogares de las economías más vulnerables, que presentan un mayor nivel de endeudamiento y se hallan inmersos en un proceso de despalancamiento.

Otra posible fuente de asimetría en la intensidad del canal crediticio sería la mayor fragilidad mostrada por el sistema financiero en los países más vulnerables, especialmente durante las fases iniciales de la crisis, lo que podría haber limitado su capacidad para aumentar el crédito<sup>30</sup>. En este sentido, la mejora en la situación patrimonial de los bancos, fruto de la reestructuración del sector financiero o la menor fragmentación financiera derivada de los avances en el proceso de la Unión Bancaria, debería tender a potenciar los efectos expansivos de la política monetaria sobre la actividad económica del conjunto del área.

## 5.2 LOS EFECTOS EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

El Modelo Trimestral del Banco de España permite estimar los efectos de la política monetaria en la economía española a través de distintos canales

El Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE)<sup>31</sup> permite estimar, de manera aproximada, el impacto sobre la economía española durante 2015 y 2016 de las medidas adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE desde la primavera de 2014. Los estímulos de la política monetaria discurrirán a través de los diferentes canales comentados en la sección 4.2, incorporando también un canal comercial que recogería el efecto expansivo sobre la economía de la UEM y su impulso a las exportaciones españolas.

El panel superior del cuadro 3.2 resume los cambios en las variables exógenas del modelo que se han utilizado para estimar los efectos. Concretamente, para el euríbor a tres meses y los criterios de concesión de préstamos se utiliza la variación observada desde la primavera de 2014, suponiendo implícitamente, por tanto, que todo el cambio es atribuible a la política monetaria<sup>32</sup>. Para el resto de las variables financieras utilizadas y el tipo de cambio, la calibración se basa en el análisis realizado en la sección 4<sup>33</sup>. Por último, para el PIB de la UEM y las importaciones del resto del área, los efectos se estiman a partir del ejercicio del recuadro 3.2.

Las estimaciones sugieren que el impulso de la política monetaria contribuiría a un incremento acumulado del PIB de alrededor de 1,2 pp en el período 2015-2016...

El panel inferior del cuadro 3.2 recoge el efecto conjunto de estos cambios en las condiciones financieras y externas sobre las tasas de crecimiento medio anual de las principales magnitudes agregadas de la economía española en el período 2015-2016. Los mayores efectos expansivos se observan en la inversión productiva privada por parte de las empresas, que se benefician de una mayor reducción estimada en su coste de financiación y responden a las mejores perspectivas para las economías española y europea a raíz del estímulo monetario, y en las exportaciones, por la expansión de la actividad en nuestros socios comerciales del área del euro y por la depreciación frente a los de fuera de ella. También las importaciones reaccionan al estímulo de la demanda final, de modo que la contribución de las exportaciones netas a la expansión del PIB resulta inferior a la de la demanda nacional. Los resultados evidencian que las medidas de política monetaria del BCE contribuirían a elevar el nivel del PIB en alrededor de 1,2 pp al final del período de simulación.

30 Para evidencia de dicho canal, véase J. Boeckx, M. Dossche y G. Peersman (2014), *Effectiveness and Transmission of the ECB's Balance Sheet Policies*, Documento de Trabajo n.º 4907, CESifo.

31 El MTBE es un modelo macroeconómico de gran escala, utilizado para realizar previsiones a medio plazo de la economía española y simular escenarios alternativos. Representa la economía española como una economía pequeña, abierta e integrada en una unión monetaria, cuyo comportamiento está fundamentalmente determinado por el lado de la demanda, especialmente en el corto plazo. Para más detalles, véanse Á. Estrada, J. L. Fernández, E. Moral y A. V. Regil (2004), *A quarterly macroeconomic model of the Spanish economy*, Documentos de Trabajo, n.º 0413, Banco de España; y S. Hurtado, P. Manzano, E. Ortega y A. Urtasun (2014), *Update and re-estimation of the Quarterly Model of Banco de España (MTBE)*, Documentos Ocasionales, n.º 1403, Banco de España.

32 Los efectos estimados deben interpretarse, por tanto, como límites superiores a los efectos reales que cabría esperar en la práctica.

33 En el caso de los tipos de interés del crédito, se ha tomado el punto medio del rango estimado.

	2015	2016
Condiciones de financiación		
Euríbor a tres meses	-0,4	-0,5
Deuda pública a diez años	-1,1	-1,3
Tipos de interés a hogares para compra de vivienda	-0,4	-0,5
Coste total de financiación de SNF	-0,4	-0,7
Condiciones oferta préstamos a hogares para consumo y otros fines	-3,8	-5,0
Condiciones oferta préstamos a hogares para vivienda	-2,8	-5,6
Condiciones oferta préstamos a empresas	-2,5	-2,5
Bolsa	7,5	15,1
Tipo de cambio del euro	-10,1	-10,4
PIB del resto de la UEM	0,7	1,4
Importaciones del resto de la UEM	1,4	2,8
PIB	0,6	1,2
Consumo privado	0,2	0,7
Inversión productiva privada	2,0	3,8
Inversión en vivienda	0,5	2,5
Exportaciones de bienes y servicios	1,6	2,9
Importaciones de bienes y servicios	1,2	2,4
Contribuciones al crecimiento del PIB		
Demanda nacional (sin variación de existencias)	0,4	1,1
Exportaciones netas	0,2	0,2
IPSEBENE	0,1	0,4
IAPC	0,6	0,9

FUENTE: Banco de España.

a Desviaciones porcentuales frente a niveles del escenario base. El panel inferior estima el efecto de los cambios descritos en el panel superior con el Modelo Trimestral del Banco de España. Véase S. Hurtado, P. Manzano, E. Ortega y A. Urtasun (2014), *Update and re-estimation of the Quarterly Model of Banco de España (MTBE)*, Documentos Ocasionales, n.º 1403, Banco de España.

... principalmente por su impacto en el crecimiento de nuestros socios comerciales y el tipo de cambio efectivo nominal del euro...

Como se observa en el gráfico 3.7, que descompone los efectos totales estimados en el PIB, la contribución más importante provendría del canal comercial, a través del crecimiento inducido en el área del euro y de su efecto sobre nuestras exportaciones. Concretamente, este explicaría un 44 % del aumento acumulado de la actividad al final de 2016. Por su parte, el canal del tipo de cambio desempeñaría también un papel relevante, explicando hasta el 23 % del efecto total. Finalmente, el efecto riqueza (por la revalorización de la bolsa) y la mejora de las condiciones de financiación (menores tipos y términos de oferta más favorables) explicarían un 16 % cada uno.

... y a un aumento acumulado de los precios de 1 pp hasta 2016

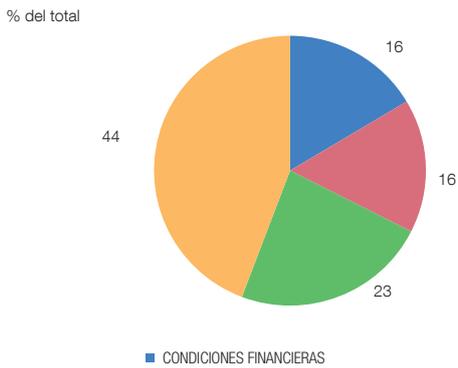
Por el lado de los precios, las actuaciones de política monetaria en este período habrían contribuido a elevar seis décimas la inflación media anual del IAPC en 2015 y tres décimas más en 2016. El principal canal de transmisión a precios en el conjunto de los dos años sería el aumento inducido por la depreciación del euro sobre el coste de las importaciones, especialmente las energéticas.

## 6 Conclusiones y retos

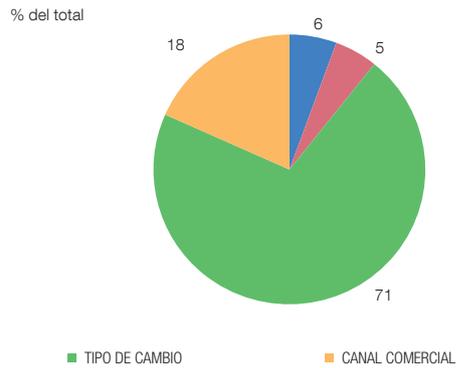
Desde la primavera de 2014, el Consejo de Gobierno del BCE ha utilizado un amplio conjunto de medios a su alcance, convencionales y no convencionales...

A partir de la primavera de 2014, se empezaron a acumular indicios sobre la existencia de riesgos a la baja para el mantenimiento del objetivo de medio plazo de estabilidad de precios. Desde entonces, el Consejo de Gobierno del BCE ha utilizado, en el marco de su mandato, un amplio conjunto de medios, convencionales y no convencionales, para evitar las consecuencias adversas que se derivarían de la prolongación en el tiempo de una situación de inflación excesivamente baja para el conjunto de la UEM. Como se ha analizado en este capítulo, la actuación del BCE ha sido eficaz a la hora de proporcionar el estímulo

1 EFECTO SOBRE LA VARIACIÓN ACUMULADA DEL PIB EN 2015-2016



2 EFECTO SOBRE LA VARIACIÓN ACUMULADA DEL IAPC EN 2015-2016



FUENTE: Banco de España.

a Estimación del efecto del cambio en las variables descrito en el panel superior del cuadro 3.2 con el Modelo Trimestral del Banco de España. Véase S. Hurtado, P. Manzano, E. Ortega y A. Urtasun (2014), *Update and re-estimation of the Quarterly Model of Banco de España (MTBE)*, Documentos Ocasionales, n.º 1403, Banco de España.

monetario que ha requerido el exigente entorno macroeconómico, relajando apreciablemente las condiciones de financiación de la economía. Considerada en su conjunto, dicha actuación ayudará a sostener la recuperación económica del área del euro y acelerará, por tanto, la vuelta progresiva de la inflación a tasas más compatibles con la referencia de medio plazo de la política monetaria.

... equiparable al de otros bancos centrales

Desde un punto de vista más general, las actuaciones del Consejo de Gobierno han demostrado que, a pesar de las peculiaridades institucionales del área del euro, el BCE cuenta con un conjunto amplio de instrumentos de política monetaria, comparable al que tienen a su disposición los bancos centrales de otras economías avanzadas. Como ha mostrado la experiencia internacional, la capacidad de desplegar de forma flexible ese conjunto de instrumentos es esencial para asegurar que la política monetaria retiene su eficacia cuando los tipos de interés oficiales se sitúan en niveles cercanos a cero, y de este modo garantizar el correcto anclaje de las expectativas de inflación en torno a valores compatibles con el objetivo de medio plazo.

A pesar del tono acomodaticio de la política monetaria, la economía del área del euro sigue inmersa en una recuperación muy moderada, con tasas de inflación alejadas del objetivo de medio plazo

A pesar del tono extraordinariamente acomodaticio de la política monetaria y del impulso derivado del abaratamiento de la energía, el ritmo de recuperación del conjunto del área del euro continúa siendo modesto, lastrado por la persistencia de niveles elevados de desempleo y de endeudamiento público y privado. El crecimiento económico ha pivotado sobre la fortaleza del consumo privado, mientras que la inversión productiva privada no ha acabado de despegar, acusando la elevada incertidumbre y los riesgos crecientes sobre la evolución de la demanda externa. Aunque resulta previsible que en el corto plazo los precios de consumo eleven progresivamente su tasa de crecimiento a medida que se diluyan los efectos directos del descenso de los precios del petróleo, la debilidad de la demanda agregada, los excesos de capacidad instalada y la evolución moderada de los salarios seguirán ejerciendo una presión negativa sobre la inflación del área del euro. En estas circunstancias, asegurar la vuelta gradual de la inflación a valores próximos a la referencia del 2 % constituye el principal reto para la política monetaria del BCE.

Circunstancias que plantean importantes retos en ámbitos diversos,

Incentivar la toma de decisiones de gasto e inversión, que necesariamente comportan riesgos, forma parte esencial del mecanismo de transmisión de la política monetaria en las actuales circunstancias. En este contexto, no se puede excluir que en algunas partes del

como el de la estabilidad financiera...

sistema económico y financiero se puedan llegar a producir situaciones que den lugar a una asignación ineficiente de los recursos y, eventualmente, a problemas de estabilidad financiera. A pesar de que en la situación actual no se detectan elementos de riesgo de esta naturaleza para el conjunto de la UEM, garantizar la acción sinérgica de la política monetaria y la macroprudencial se configura como uno de los principales retos para los próximos años. Debe vigilarse también la presión que el contexto de bajo crecimiento nominal y tipos de interés muy reducidos ejerce sobre la rentabilidad de la intermediación financiera y, en particular, del negocio bancario<sup>34</sup>.

... y que deben afrontarse con el concurso del resto de políticas económicas, incluyendo la aplicación de medidas en el ámbito fiscal, estructural y de reforzamiento del marco institucional de la UEM

Asimismo, en las actuales circunstancias, sentar las bases para una recuperación sólida y duradera de la actividad, de la inversión productiva y del empleo en el área del euro exige el concurso del resto de políticas económicas, particularmente en los ámbitos fiscal, estructural y de reforzamiento del marco institucional de la UEM. Así, los países del área del euro deberían utilizar los márgenes de maniobra que permite el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, dependiendo de la situación específica de sus finanzas públicas, para aplicar políticas que apoyen la demanda agregada y la actividad. Del mismo modo, es importante que los Gobiernos retomen el impulso reformador<sup>35</sup>, para introducir mejoras en el funcionamiento de los mercados de bienes y servicios y de factores y en el entorno empresarial, y completar el marco de gobernanza europeo.

<sup>34</sup> Véanse el *Informe de Estabilidad Financiera* del Banco de España y la *Financial Stability Review* del Banco Central Europeo, ambos de mayo de 2016.

<sup>35</sup> Véanse M. Draghi (2015), *Monetary policy and structural reforms in the euro area*, discurso del 14 de diciembre de 2015, y el capítulo 4 del *Informe Anual* del Banco de España de 2014. Ó. Arce, S. Hurtado y C. Thomas (2015), *Policy Spillovers and Synergies in a Monetary Union*, Documentos de Trabajo, n.º 1540, Banco de España, analizan, en el marco de una unión monetaria asimétrica, las sinergias que se derivan de la aplicación conjunta de políticas monetarias no convencionales con reformas estructurales y medidas fiscales.

Las distintas medidas aplicadas por el Eurosistema durante los dos últimos años han propiciado, en su conjunto, que los bancos españoles se financien en condiciones más favorables, mejorando igualmente su situación de liquidez. Como se comenta en el texto principal del presente capítulo, estas medidas habrían contribuido a un aumento de la oferta de crédito, fundamentalmente a través de un descenso de su coste. En este recuadro se aporta evidencia empírica acerca de estos efectos y su carácter asimétrico entre distintas entidades de crédito. Con este objetivo, las diversas estimaciones presentadas relacionan el comportamiento relativo de las distintas entidades españolas desde el comienzo de la introducción de las nuevas medidas del Eurosistema en junio de 2014 con su situación de partida, en términos de sus costes de financiación y el grado de utilización de las nuevas facilidades.

En el caso de las TLTRO, como muestra el panel 1 del gráfico adjunto, existe una importante heterogeneidad entre entidades en nuestro país en cuanto al grado de utilización<sup>1</sup>. Un análisis de correlación simple muestra que el importe solicitado en las cinco primeras subastas (entre septiembre de 2014 y el mismo mes de 2015), como proporción al activo total, está correlacionado positivamente con diversas características individuales, tales como el tamaño, la posición deudora neta en el mercado interbancario, el peso de la financiación distinta de los depósitos de hogares y sociedades no financieras en España y la ratio de morosidad.

La correlación positiva con la posición deudora interbancaria y con el peso de la financiación mayorista puede tener que ver con el mayor coste relativo de este tipo de financiación en relación con los recursos minoristas. Finalmente, la morosidad puede ser indicativa del coste marginal de acceder a nuevos fondos por parte de las entidades, indicando que, a mayor coste, más intenso es el incentivo para acudir a las TLTRO<sup>2</sup>.

Un análisis de regresión multivariante evidencia que las dos variables con mayor capacidad explicativa de entre las consideradas son la morosidad y el peso en balance del recurso al Eurosistema antes de la introducción de las TLTRO, que explican

conjuntamente casi tres cuartas partes de la variabilidad entre entidades. Estos resultados apoyarían la hipótesis de que fueron precisamente las entidades con mayores costes relativos previos de acceso a la financiación las que hicieron un mayor uso de las nuevas facilidades.

En el caso del programa de compra de valores, los efectos más importantes sobre las entidades se habrían producido, previsiblemente, como consecuencia de la transmisión del descenso de las rentabilidades de la deuda pública a otros instrumentos negociados en los mercados financieros, incluyendo los valores emitidos por las instituciones financieras. Esto habría sido particularmente beneficioso para aquellos bancos con mayor peso de la financiación en mercados, medido, por ejemplo, con la ratio crédito-depósitos<sup>3</sup>, para la que, como puede apreciarse en el panel 2 del gráfico adjunto, también existía una heterogeneidad apreciable entre entidades en diciembre de 2014, antes del anuncio de la expansión del programa con la inclusión en él de la deuda pública.

De forma más general, cabría esperar que el conjunto de medidas implementadas por el Eurosistema desde junio de 2014 hubiera tenido un efecto expansivo mayor sobre la oferta de crédito bancario de aquellas entidades que afrontaban costes de financiación más elevados con anterioridad a dicha fecha y, consiguientemente, aplicaban unos tipos de interés del crédito también más altos. En línea con esto, la evidencia disponible apunta a que existe una relación negativa entre el nivel de los tipos de interés aplicados por las entidades españolas a su clientela en mayo de 2014 y su evolución posterior. Así, aquellas instituciones que se enfrentaban a condiciones de financiación más desfavorables y, consiguientemente, con unos tipos de interés medios de los depósitos a plazo más altos son las que pudieron reducir estos en mayor medida con posterioridad (véase panel 3 del gráfico adjunto). Igualmente, aquellas con unos mayores tipos de interés de los nuevos préstamos a sociedades no financieras son las que más los habrían rebajado tras la introducción de las medidas (véase panel 4 del citado gráfico).

El cuadro adjunto presenta la relación entre distintas variables indicativas de la posición financiera de las entidades, en mayo de 2014, o de su participación en las TLTRO y el comportamiento posterior del saldo de crédito y del coste al que se conceden las nuevas operaciones. Las dos primeras columnas muestran que las entidades que acudieron en mayor medida a las TLTRO redujeron también más los tipos de interés en las operaciones crediticias con sociedades no financieras, incluidas aquellas de menor volumen, generalmente ligadas a préstamos a pymes. Sin embargo, los efectos sobre los tipos de interés del crédito a hogares no muestran comportamientos significativamente distintos en función del uso de las TLTRO y tampoco se detectan

1 Los resultados de este recuadro se basan en una muestra de bancos españoles (excluyendo filiales de otros bancos nacionales o extranjeros) que reportan información sobre tipos de interés de sus nuevas operaciones con la clientela. Las entidades que acudieron a las subastas de TLTRO del Eurosistema de forma conjunta se agregan en una única entidad. El resultado es una muestra de 20 entidades, representativa del 85 % del crédito total en España y del 95 % de las peticiones en las TLTRO.

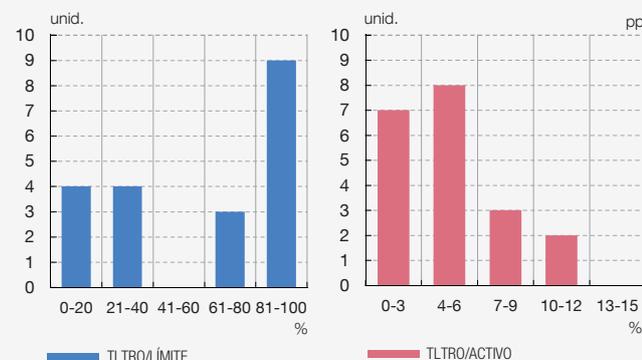
2 Dicho coste marginal es complicado de medir. Para aquellas entidades que acuden a los mercados financieros, emitiendo valores que cotizan regularmente, dicho coste se puede medir por el valor de los CDS asociados. Sin embargo, los bancos españoles que se encuentran en esa situación son pocos e insuficientes para permitir un análisis estadístico fiable. Los costes de los depósitos a plazo podrían tomarse como una aproximación alternativa. Sin embargo, estos varían entre entidades no solo como consecuencia de diferentes costes marginales, sino también dependiendo de características idiosincrásicas de su clientela y de las estrategias de financiación aplicadas por cada banco.

3 A mayor ratio, menor sería la proporción del crédito financiado con recursos minoristas (depósitos) y, por tanto, mayor la financiada por otras vías, mayoritariamente en mercados.

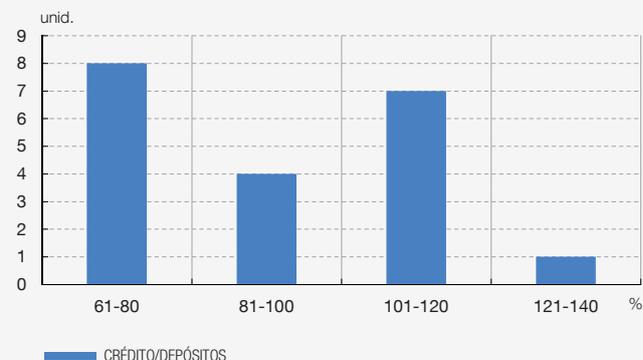
Gráfico1

LAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA Y SU IMPACTO SOBRE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO ESPAÑOLAS (a)

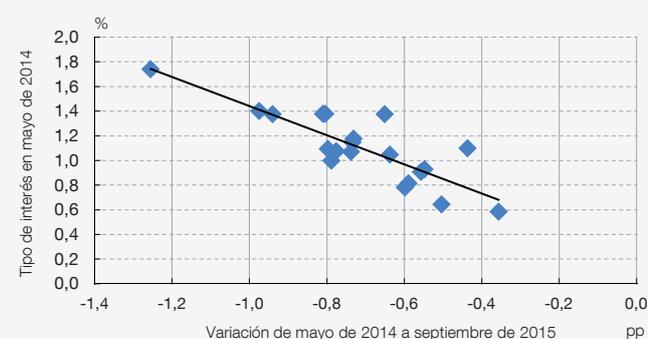
1 DISTRIBUCIÓN DE LAS PETICIONES EN LAS TLTRO (b)



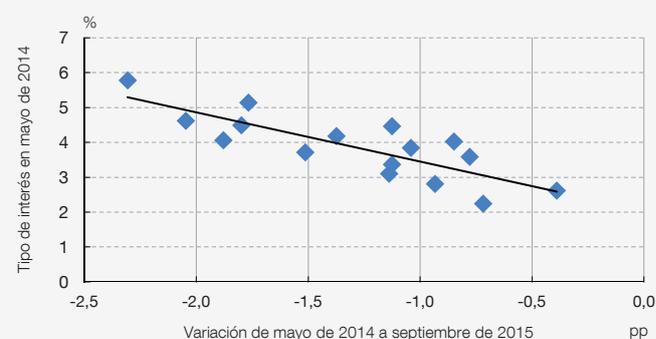
2 DISTRIBUCIÓN DE LA RATIO CRÉDITO-DEPÓSITOS A DICIEMBRE DE 2014



3 EVOLUCIÓN DEL TIPO DE INTERÉS DE LOS DEPÓSITOS A PLAZO



4 EVOLUCIÓN DEL TIPO DE INTERÉS DEL CRÉDITO A SNF



Cuadro 1  
CORRELACIONES ENTRE VARIABLES DE BANCO Y COMPORTAMIENTO POSTERIOR DEL CRÉDITO

Variación tipos de interés entre may-14 y sep-15	TLTRO/AT(c)		T. int. depósitos a plazo (d)		Ratio morosidad (d)		Ratio crédito-depósitos (d)	
	Simple	Ponderada (e)	Simple	Ponderada (e)	Simple	Ponderada (e)	Simple	Ponderada (e)
Crédito para vivienda	-0,04	0,03	0,09	0,33	0,17	0,28	0,25	0,40 *
Crédito para consumo y otros fines	-0,08	-0,19	0,37	-0,21	-0,05	-0,40 *	-0,12	-0,12
Crédito a SNF	-0,59 **	-0,62 **	-0,23	-0,52 **	-0,55 **	-0,65 ***	-0,13	-0,43 *
Crédito a SNF <250.000 euros	-0,61 ***	-0,40 *	0,11	-0,51 **	-0,48 **	-0,60 ***	-0,33	-0,40 *
Crecimiento interanual del crédito en sep-15								
Crédito para vivienda	-0,39 *	-0,14	0,27	0,09	-0,47 **	-0,23	-0,34	-0,22
Crédito para consumo y otros fines	0,33	0,16	-0,31	-0,16	0,38 *	0,33	0,40 *	0,14
Crédito a SNF	0,10	0,17	-0,17	0,34	-0,06	0,06	0,32	0,55 **
Crédito elegible en TLTRO	0,31	0,20	-0,11	0,29	0,27	0,13	0,50 **	0,60 ***
Crédito total a HH y SNF	-0,12	0,17	0,31	0,42 *	-0,21	0,11	0,17	0,48 **

FUENTE: Banco de España.

NOTA: \*, \*\*, \*\*\* indican un coeficiente de correlación significativamente distinto de cero al nivel de confianza del 10 %, 5 % y 1 %, respectivamente.

- a Correspondiente a una muestra de 20 entidades representativas del 85 % del crédito total en España y del 95 % de las peticiones en las TLTRO. Excluye filiales nacionales y extranjeras y considera conjuntamente todas aquellas entidades que solicitaron fondos en las TLTRO de forma agrupada.
- b Acumulado de las primeras cinco subastas (septiembre de 2014 a septiembre de 2015).
- c Volumen total solicitado en las cinco primeras subastas de TLTRO sobre activo total.
- d En mayo de 2014.
- e Correlación calculada ponderando las observaciones por volumen total de crédito a la clientela.

diferencias apreciables en el comportamiento reciente de los saldos de crédito<sup>4</sup>.

Considerando el resto de variables analizadas que pretenden aproximar, de una u otra forma, el grado de dificultad en su acceso a financiación al que se enfrentaban las entidades antes del anuncio de los programas y, consiguientemente, la medida en que dichos programas han debido de impactar sobre ellas, se observa un efecto significativo en la misma dirección sobre los tipos de interés

del crédito concedido a las sociedades no financieras, pero no en el caso de hogares. En relación con la evolución de los saldos, existe cierta evidencia de correlaciones positivas en algunos segmentos y en relación con algunas variables, como, por ejemplo, en el caso de la ratio crédito-depósitos. Este resultado sugiere que el saldo de crédito de las entidades que presentaban una ratio crédito-depósitos más elevada, y que en principio se habrían beneficiado en mayor medida de la reducción de los costes de financiación en los mercados, tendió a mostrar una evolución más dinámica que la del resto de intermediarios.

---

4 Se han realizado diversos análisis de regresión, controlando por variables específicas de oferta y de demanda, incluyendo un análisis de la oferta de crédito a escala de banco-empresa con los datos de la Central de Información de Riesgos (CIR). No obstante, los resultados son muy poco robustos, lo que se asocia al relativamente reducido número de observaciones disponible y a la dificultad para medir adecuadamente los distintos canales (directos e indirectos) por los que las medidas del Eurosistema han podido afectar a las entidades.

En conjunto, los resultados presentados en este recuadro son coherentes con la existencia de un impacto positivo de las medidas del Eurosistema sobre las condiciones de oferta de crédito en España, particularmente visible para el caso de los préstamos concedidos a sociedades no financieras. Estos efectos habrían sido mayores en aquellas entidades que partían de unas condiciones de financiación iniciales menos holgadas.

Este recuadro simula el impacto macroeconómico de un programa de expansión cuantitativa similar al puesto en marcha por el BCE, utilizando para ello un modelo estructural de vectores autorregresivos global desarrollado en Burriel y Galesi (2016). El modelo combina de forma eficiente información agregada de la UEM sobre la evolución de los instrumentos de política monetaria<sup>1</sup>, con otra de carácter nacional sobre la actividad económica y la situación financiera de cada uno de los países miembros, con datos mensuales que cubren el período 2008-2015. Entre las variables nacionales, además del PIB y de los precios de consumo, se incluyen otras que permiten identificar diferencias entre los distintos canales de transmisión. Además del tipo de cambio, se consideran una prima por riesgo de crédito<sup>2</sup> y las nuevas operaciones de crédito para capturar la transmisión a través del canal crediticio, mientras que una variable de precio de los activos recoge el canal de reajuste de carteras.

Estimar los efectos macroeconómicos de las medidas de expansión cuantitativa del BCE es un ejercicio complejo. La falta de precedentes históricos en la utilización de herramientas no convencionales que, desde el inicio de la crisis financiera en 2007, han venido haciendo los bancos centrales obliga a que el análisis empírico tenga que centrarse en un período relativamente corto. A esta dificultad se añade el hecho de que las medidas no convencionales que el BCE ha desplegado durante las distintas fases de la crisis han sido de naturaleza muy variada.

El modelo, en línea con la literatura más reciente, utiliza la evolución del balance del Eurosistema como variable que recoge las intervenciones de la autoridad monetaria. En particular, las decisiones de política monetaria no convencional se identifican por medio de las expansiones exógenas del balance; esto es, aquellas que no se producen en respuesta a aumentos en el grado de tensionamiento financiero, y que, al mismo tiempo, incrementan el diferencial negativo entre los tipos de interés interbancarios a muy corto plazo y el tipo de interés de las operaciones principales de financiación. La primera condición permite excluir las variaciones del balance del BCE que tienen como origen necesidades de liquidez del sistema bancario ante situaciones de estrés. Ello es especialmente relevante en un contexto en el que la autoridad monetaria ha mantenido una política de provisión de liquidez con adjudicación plena de la liquidez demandada. La segunda identifica medidas que realmente aumentan el nivel de reservas excedentes de los bancos, lo que debería acercar los tipos de interés de muy corto plazo vigentes en los mercados monetarios (eonia) a la referencia de la facilidad de depósito del BCE.

- 1 Se incluyen cinco variables agregadas de la UEM: el crecimiento de los activos en el balance del Eurosistema, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, el diferencial entre este y el tipo eonia a un día, un indicador de estrés financiero y las expectativas de inflación de largo plazo.
- 2 La prima por riesgo de crédito es, para cada país, el diferencial de la rentabilidad de los bonos de empresas no financieras con respecto a la deuda pública, siguiendo a S. Gilchrist y B. Mojon (2014), *Credit risk in the euro area*, Documento de Trabajo n.º 20041, National Bureau of Economic Research.

Para ilustrar los efectos, el gráfico adjunto recoge las funciones de respuesta de las principales variables del modelo frente a una perturbación exógena del tamaño del balance del banco central (equivalente a una desviación típica de dicho tamaño). El impulso monetario aumenta significativamente la actividad económica y los precios en el conjunto del área del euro, lo que transcurre a través de varios canales: el canal de recomposición de carteras, por medio del aumento del precio relativo de los activos privados; el canal del tipo de cambio, a través de una depreciación real del euro; y el canal crediticio. En este último caso, la reducción de la prima de riesgo de la financiación a sociedades no financieras es significativa para el conjunto de la UEM, mientras que la expansión de las nuevas operaciones de crédito solo resulta significativa para países no vulnerables. En el caso de las expectativas de inflación, aunque responden en la dirección esperada, el impacto estimado tampoco resulta ser estadísticamente significativo.

Desde una perspectiva más desagregada, estos resultados apuntan hacia algunas posibles diferencias en el efecto de la política monetaria no convencional entre distintos grupos de países dentro de la UEM. Así, se estima un mayor impacto sobre el crecimiento de los países centrales frente a los más vulnerables, mientras que ocurre lo contrario con la inflación, si bien la escasa longitud del período analizado no permite concluir que estas diferencias sean estadísticamente significativas<sup>3</sup>. El análisis de los distintos canales de transmisión revela una relativa homogeneidad por áreas, salvo en el funcionamiento del canal crediticio. En este caso, las nuevas operaciones de crédito aumentan significativamente solo en algunos países (Alemania y Francia), pese a que la caída de la prima de riesgo de las empresas es de magnitud similar. Existen dos explicaciones, posiblemente complementarias, para este resultado. Por un lado, el elevado endeudamiento de empresas y hogares de los países más vulnerables puede dificultar que la mejora en las condiciones de crédito inducida por un tono más expansivo de la política monetaria se traslade a un aumento en el crédito nuevo (véase el ejercicio del recuadro 3.3). Por otro lado, es en los países más vulnerables donde, en general, los bancos han mostrado una mayor fragilidad, sobre todo durante las fases iniciales de la crisis, lo que podría haber limitado su capacidad para aumentar el crédito<sup>4</sup>.

En resumen, la evidencia empírica analizada sugiere que las medidas de expansión cuantitativa adoptadas por el BCE estarían contribuyendo a dinamizar la demanda agregada y la actividad y, con ello, a combatir las tendencias deflacionistas que afectan al área del euro. Una de las principales razones de su efectividad parece radicar en que este tipo de medidas, junto con los avances realizados en el proceso de Unión Bancaria y otras actuaciones a escala nacional, como la reestructuración de los sectores bancarios, ha

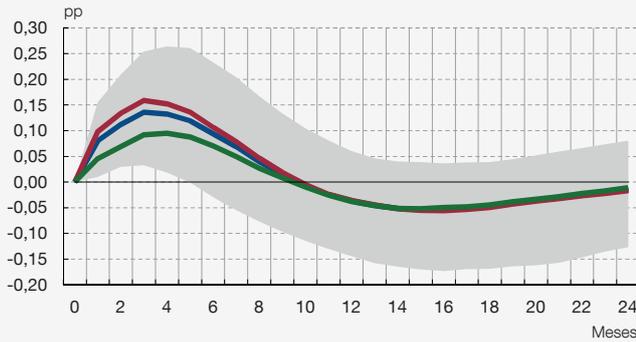
- 3 Se consideran los diecinueve países del área, incluyendo dentro del grupo de países más vulnerables a Italia, España, Irlanda, Grecia, Portugal, Eslovenia, Chipre, Lituania, Letonia y Malta.
- 4 Véase J. Boeckx, M. Dossche y G. Peersman (2014), *Effectiveness and transmission of the ECB's balance sheet policies*, Documento de Trabajo, National Bank of Belgium.

contribuido a reducir la fragmentación financiera del área. Estos avances, junto con otros todavía pendientes en el ámbito de la Unión Bancaria y la Unión del Mercado de Capitales, deberían im-

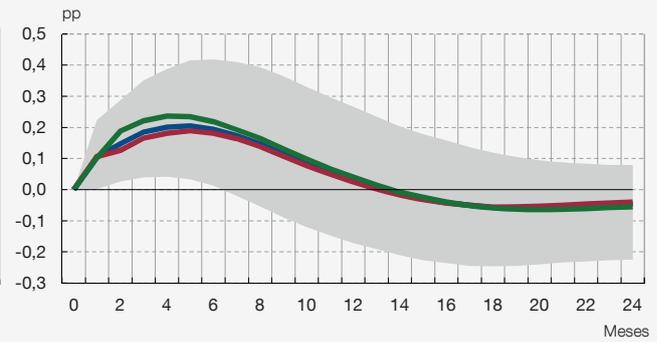
pulsar una activación del flujo de crédito más homogénea entre los países del conjunto del área y, como consecuencia, una mayor efectividad de la política monetaria común.

Gráfico 1  
UNA EVALUACIÓN EMPÍRICA DEL IMPACTO ECONÓMICO DE LA EXPANSIÓN CUANTITATIVA

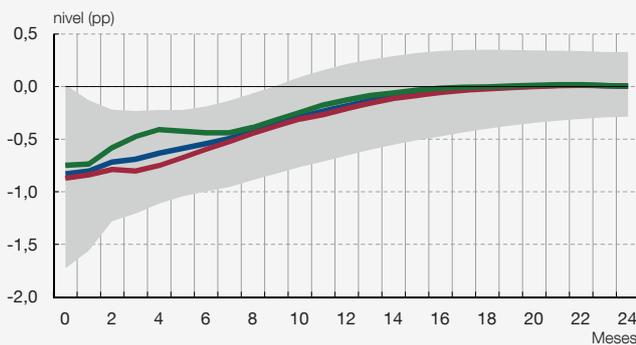
1 CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB



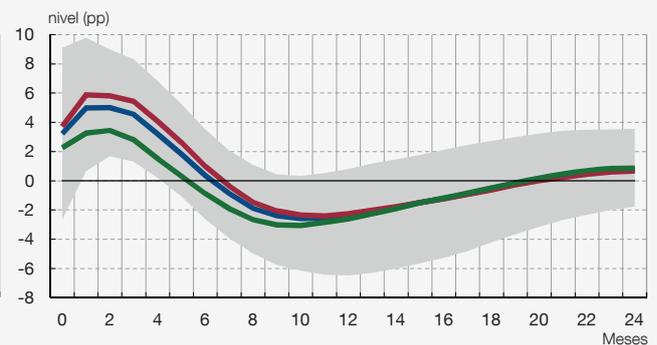
2 INFLACIÓN



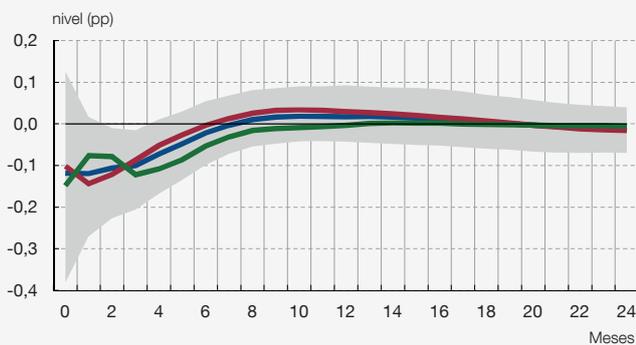
3 TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL



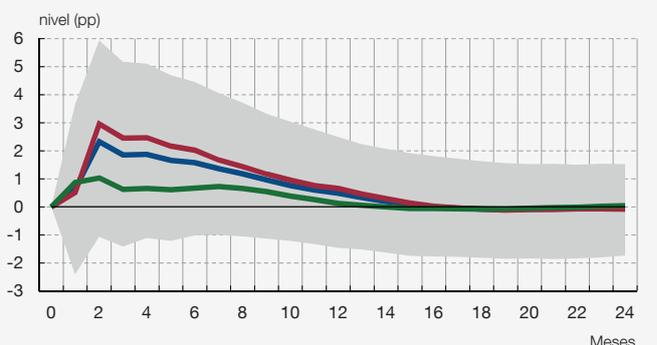
4 PRECIO DE LOS ACTIVOS PRIVADOS



5 RIESGO DE CRÉDITO A EMPRESAS



6 VARIACIÓN DENEUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO



— UEM — PAÍSES MÁS VULNERABLES (a) — RESTO DE PAÍSES

FUENTE: Banco de España.

NOTA: La zona sombreada representa el intervalo de confianza de una desviación típica en torno al impacto estimado para la UEM.

a Están incluidos en este grupo Italia, España, Irlanda, Grecia, Portugal, Eslovenia, Chipre, Lituania, Letonia y Malta.

Este recuadro analiza algunos de los principales canales de transmisión de un programa de compra de activos públicos semejante al implementado por el BCE desde principios de 2015, usando como marco de análisis el modelo macroeconómico de una unión monetaria compuesta por dos áreas disimilares («países vulnerables» y «núcleo») desarrollado por Arce, Hurtado y Thomas (2015)<sup>1</sup>.

En el modelo, los hogares y las empresas de cada país se endeudan a largo plazo, y su capacidad de endeudamiento está restringida por el valor de sus activos colateralizables. Asimismo, las autoridades fiscales nacionales emiten deuda pública tanto de corto como de largo plazo, la cual incorpora un diferencial de rentabilidad respecto de la de corto plazo que depende positivamente del volumen de deuda de largo en manos del sector privado<sup>2</sup>.

Con el objeto de aislar el efecto de un programa de compra de activos, se construye, en primer lugar, un escenario base que incorpora algunos de los rasgos característicos de la actual situación macrofinanciera del área del euro. Así, el tipo de interés nominal que fija la autoridad monetaria común se encuentra restringido por su cota inferior efectiva, en un contexto de inflación persistentemente baja en el conjunto de la Unión Monetaria motivada por la debilidad de la demanda agregada. Además, los países vulnerables se encuentran inmersos en un proceso de *desapalancamiento* en el que tanto hogares como empresas reducen su deuda de forma gradual. Esta fase se prolonga hasta que la riqueza neta de los deudores se recupera lo suficiente y estos pueden acceder de nuevo al crédito. Este escenario está caracterizado por un crecimiento persistentemente débil en el conjunto de la Unión Monetaria, especialmente en los países vulnerables, debido al proceso de desapalancamiento descrito.

A partir del escenario base reseñado, se simula la puesta en marcha de un programa de adquisición de deuda pública de largo plazo, en el que el banco central compra nuevos bonos en una cuantía y de acuerdo con una distribución entre países similares a la del programa de compra de activos del BCE<sup>3</sup>. La calibración del modelo es tal que el programa de compras reduce los rendimientos de la deuda pública de largo plazo en magnitudes similares a las estimadas en diversos estudios; en particular, el efecto del programa sobre la rentabilidad soberana del núcleo de la Unión Monetaria sería aproximadamente la tercera parte del efecto sobre la de los países vulnerables<sup>4</sup>.

El gráfico adjunto muestra los efectos del programa de compra de bonos sobre un conjunto representativo de variables macroeconómicas<sup>5</sup>. El programa tiene un efecto claramente expansivo sobre

la actividad económica de ambas zonas (países vulnerables y núcleo). Este efecto se debe a que el programa reduce los rendimientos de la deuda pública de largo plazo, lo que incentiva a los hogares a aumentar su gasto en consumo, con el consiguiente efecto expansivo sobre la demanda agregada<sup>6</sup>.

Además del canal arriba mencionado, que opera en ambas zonas de la Unión Monetaria, existen otros canales específicos de cada zona. En el *núcleo*, el efecto positivo del programa sobre el valor de los activos que actúan de garantía (colateral) en los préstamos se traduce en un aumento del crédito y, por tanto, del gasto privado, potenciando así el impacto del programa. En los países vulnerables, si bien el programa también aumenta el valor del colateral, los hogares y las empresas no pueden beneficiarse inmediatamente de él, ya que durante un período relativamente prolongado se hallan inmersos en un proceso de desapalancamiento. Esta respuesta asimétrica de la actividad crediticia en el núcleo y los países vulnerables, que es coherente con la evidencia para la eurozona mostrada en el recuadro 3.2, explicaría que en el corto plazo los efectos expansivos del programa sean ligeramente superiores en el *núcleo*.

El consiguiente aumento en el valor de los activos sí permite, no obstante, que la riqueza neta de los hogares y de las empresas en los países vulnerables alcance *antes* los niveles mínimos necesarios para acceder de nuevo al crédito. De este modo, el programa es efectivo a la hora de reducir la duración y la intensidad de la fase de desapalancamiento y, por tanto, de adelantar la recuperación del flujo de crédito y la actividad en las economías vulnerables<sup>7</sup>. Un efecto adicional que favorece el proceso de desapalancamiento en los países vulnerables es el canal de «inflación de la deuda», por el cual la inflación adicional a que da lugar el programa de compra de activos reduce el valor real de la carga de la deuda nominal de hogares y empresas. La confluencia de los canales anteriores explica el repunte que se observa en el medio plazo en los efectos expansivos del programa sobre el crédito privado, el consumo privado y el PIB en este grupo de países (paneles 5, 3 y 2, respectivamente).

Finalmente, la inflación adicional que genera una medida de este tipo facilita que el banco central pueda retomar antes su capacidad de maniobra en el ámbito convencional de la política monetaria, tras quedar inicialmente restringida por la incidencia de la cota inferior efectiva a los tipos de interés, como se puede apreciar en el panel 6 del gráfico adjunto<sup>8</sup>.

1 Ó. Arce, S. Hurtado y C. Thomas (2015), «Policy Spillovers and Synergies in a Monetary Union», Documentos de Trabajo, n.º 1540, Banco de España.

2 Véase H. Chen, V. Cúrdia y A. Ferrero (2012), «The Macroeconomic Effects of Large-Scale Asset Purchase Programmes», *Economic Journal*, 122.

3 Concretamente, se toma como referencia la configuración inicial del Programa de Compra de Activos del BCE con compras mensuales por valor de 60.000 millones de euros, en su mayoría dirigidas a activos de deuda pública de largo plazo.

4 De acuerdo con C. Altavilla, G. Carboni y R. Motto (2015), *Asset Purchases Programmes and financial markets: lessons from the euro area*, Documento de Trabajo n.º 1864, noviembre, Banco Central Europeo.

5 Concretamente, el gráfico muestra las *diferencias* con respecto al escenario base en la evolución de dichas variables.

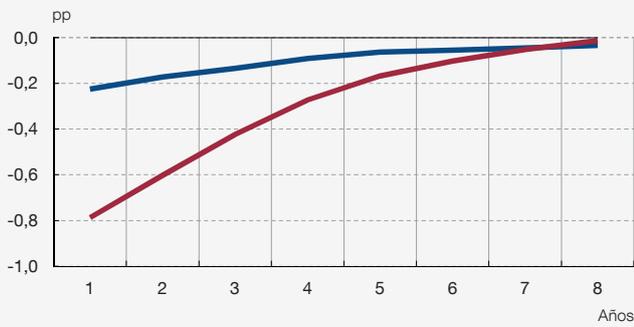
6 La inversión reacciona comparativamente menos que el consumo en ambas regiones.

7 Para una discusión detallada de este aspecto en el contexto de un modelo similar, véase J. Andrés, Ó. Arce y C. Thomas (2014), *Structural reforms in a debt overhang*, Documentos de Trabajo, n.º 1421, Banco de España.

8 En el modelo, la regla de política monetaria convencional consiste en una «regla de Taylor», por la cual el tipo de interés nominal responde de forma positiva a desviaciones de la inflación del conjunto del área respecto de su objetivo de largo plazo. Así, partiendo de una situación en la que el tipo de interés prescrito por dicha regla se encuentra temporalmente por debajo de la cota inferior, una senda de inflación más elevada (como la producida por el programa de compra de activos) hace que dicho tipo de interés tarde menos tiempo en volver a superar la cota inferior.

Gráfico 1  
UNA SIMULACIÓN DE LOS EFECTOS DE UN PROGRAMA DE COMPRA DE DEUDA PÚBLICA CON UN MODELO DE EQUILIBRIO GENERAL

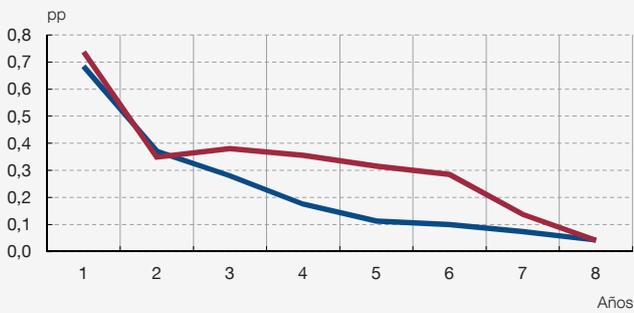
1 RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA (a)



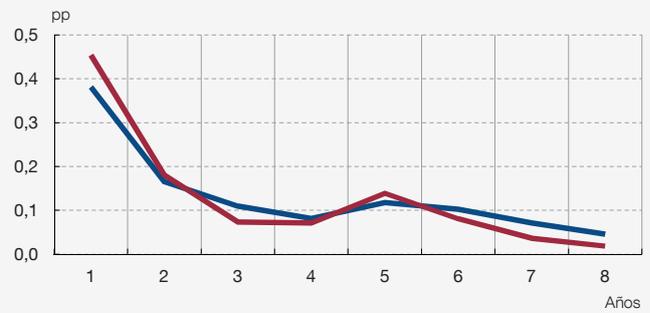
2 PIB (a)



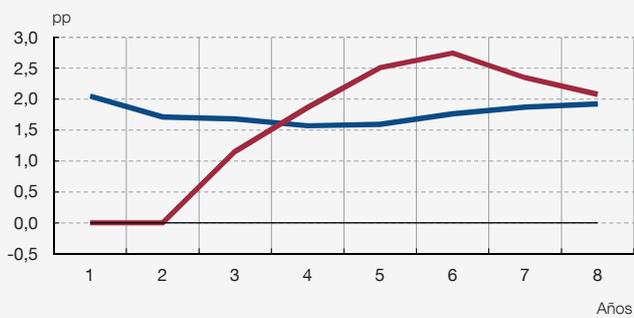
3 CONSUMO PRIVADO (a)



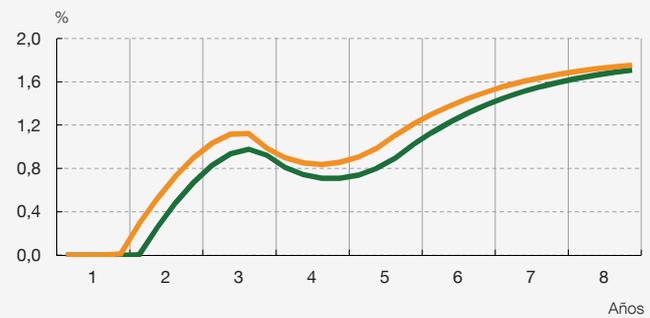
4 INFLACIÓN



5 DEUDA PRIVADA NOMINAL/PIB (a)



6 TIPO DE INTERÉS NOMINAL



— NÚCLEO — PAÍSES VULNERABLES — ESCENARIO BASE — ESCENARIO CON EXPANSIÓN CUANTITATIVA

FUENTE: Banco de España.



## 4 LA DINÁMICA EMPRESARIAL EN ESPAÑA: CARACTERÍSTICAS, DETERMINANTES E IMPLICACIONES

*La dinámica empresarial, es decir, el proceso de creación, destrucción y crecimiento de las empresas, afecta al nivel de precios, la producción y el empleo y determina la eficiencia en la asignación de los recursos productivos entre sectores y empresas. Una baja tasa de creación de empresas suele ser el reflejo de la existencia de recursos productivos ociosos que no encuentran una utilización adecuada en el proceso productivo. Por otro lado, una tasa de destrucción de empresas excesivamente reducida puede indicar igualmente el empleo ineficiente de recursos en sectores y empresas de bajo potencial de crecimiento. El hecho de que las empresas encuentren límites a su tamaño también es un síntoma de una asignación ineficiente de los factores productivos, en la medida en que estos no se dirigen a aquellos sectores y empresas con mayor capacidad de generación de valor.*

*Este capítulo documenta, en primer lugar, algunos rasgos básicos de la demografía empresarial en España. En particular, la evidencia disponible muestra que ni la creación ni la destrucción de empresas son anormalmente bajas con respecto a otros países europeos. No obstante, el deterioro de las perspectivas de rentabilidad empresarial y el endurecimiento de las condiciones de financiación que se produjeron como consecuencia de la crisis habrían motivado que, durante los últimos años, la creación de nuevas empresas se haya mantenido en niveles relativamente bajos. Por otro lado, existen diferencias en las características de las empresas españolas de nueva creación en lo que respecta a su tamaño, su nivel inicial de productividad y su tasa de supervivencia que parecen ser menores que las de otras economías de nuestro entorno.*

*El capítulo presenta evidencia que sugiere que las empresas que obtienen ganancias en productividad suelen aumentar el número de empleados, a pesar de las distorsiones de distinta naturaleza (regulatoria, económica, financiera, etc.) que limitan el crecimiento del tamaño empresarial. En este contexto, el tejido empresarial español se caracteriza por un número relativamente elevado de pequeñas empresas y una escasa productividad, independientemente de su tamaño.*

*En segundo lugar, el capítulo ahonda en los diferentes condicionantes financieros y regulatorios que afectan a la caracterización de la demografía empresarial española. Las diferentes piezas de información analizadas permiten concluir que la eventual eliminación de barreras y fricciones en estos ámbitos generaría efectos macroeconómicos positivos, pero no garantiza, por sí misma, un crecimiento económico sostenido. Esto último requiere, además, de la aplicación de diferentes palancas con potencial para aumentar directamente la productividad empresarial a través de mejoras en la calidad y el uso de los factores de producción, así como en el funcionamiento de los mercados y las instituciones.*

### 1 Introducción

El funcionamiento del mercado de bienes y servicios es un factor determinante del desempeño macroeconómico de una economía...

Durante los últimos años, gran parte del debate sobre la política económica se ha centrado en la conveniencia de abordar reformas estructurales. Aunque buena parte de él se ha desarrollado en relación con políticas favorecedoras de mayor flexibilidad en el mercado de trabajo, el adecuado funcionamiento de los mercados de bienes y servicios también es un elemento decisivo para facilitar el ajuste macroeconómico ante perturbaciones económicas, aumentar la eficiencia y, en definitiva, promover un mayor crecimiento. De hecho, hay buenas razones para pensar que en una estrategia óptima encaminada a mejorar los fundamentos estructurales de la economía las reformas regulatorias del mercado de bienes

y servicios deben acompañar e, incluso, en algunas circunstancias, preceder a la flexibilización del mercado de trabajo<sup>1</sup>.

... tanto en el corto plazo como en el largo plazo

En el corto plazo, el comportamiento de los precios y de los salarios ante condiciones económicas cambiantes determina la velocidad y la magnitud del ajuste macroeconómico. Por ejemplo, cuanto mayor sea la inercia nominal, mayores serán las disminuciones de la producción y del empleo que una economía registrará tras una perturbación económica negativa. La duración y los costes de una devaluación interna, como la que ha llevado a cabo la economía española durante la crisis para restaurar la competitividad, también dependen crucialmente de la rigidez nominal de los precios y los salarios. Una mayor competencia en los mercados de bienes y servicios favorece la flexibilidad de los precios y salarios, potencia el impacto del ajuste de estos sobre el tipo de cambio real y, por ello, mejora la competitividad (véase el capítulo 2 de este Informe)<sup>2</sup>.

La estructura de mercado en el que operan las empresas es más relevante, si cabe, en el largo plazo. La competencia en los mercados de bienes y servicios está directamente relacionada con los incentivos de las empresas a generar y a adoptar innovaciones tecnológicas y, también, condiciona la asignación de los recursos productivos entre los distintos sectores y empresas con diferente productividad. Ambos canales, el que discurre a través de los incentivos para innovar y el que promueve la reasignación de factores, tienen implicaciones para el crecimiento de la productividad. Esta consideración adquiere especial importancia en el caso de la economía española, dado que se han detectado recurrentemente algunas deficiencias en el funcionamiento de los mercados de bienes y servicios y de trabajo que retardan la innovación y la adopción de nuevas tecnologías, dificultan la eficiente asignación de recursos productivos y, en definitiva, reducen el crecimiento de la productividad.

La dinámica empresarial, condicionada por el funcionamiento de los mercados de bienes y servicios, es un mecanismo fundamental para mejorar la eficiencia y la productividad

Las limitaciones al adecuado funcionamiento del mercado de bienes y servicios y sus implicaciones para la asignación eficiente de los recursos suelen reflejarse en la dinámica del tejido empresarial. Por ello, el diagnóstico y el análisis de los factores determinantes de las tasas de creación, destrucción y crecimiento de las empresas proporcionan información útil a la hora de diseñar y aplicar reformas estructurales dirigidas a mejorar el potencial de crecimiento de la economía.

Los costes de inicio y de liquidación de la actividad empresarial determinan no solo la intensidad de la creación y destrucción de empresas, sino el tipo de empresas que se crean y se destruyen...

Las tasas de creación y destrucción de empresas dependen, no solo de las perspectivas y expectativas de la demanda, sino de aspectos como los costes de inicio de la actividad empresarial o de los derivados de los sistemas de liquidación de activos o de reestructuración y saneamiento empresarial, conocidos por lo común como de «segunda oportunidad», respectivamente. Ambos tipos de costes pueden, además, sesgar la inversión empresarial hacia aquellos activos y sectores donde las garantías ofrecidas en los contratos y la liquidación de activos en caso de insolvencia sean menos costosas de ejecutar, conduciendo, en ocasiones, a una asignación ineficiente de recursos<sup>3</sup>.

... así como diferentes distorsiones regulatorias

Igualmente, hay fricciones que afectan al ajuste del tamaño de las empresas y condicionan su crecimiento. Algunas, de tipo «umbral», actúan desincentivando el crecimiento de

1 O. Blanchard y F. Giavazzi (2003), «Macroeconomic Effects of Regulation and Deregulation in Goods and Labor Markets», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118.

2 Véase J. Andrés, O. Arce y C. Thomas (2014), *Structural reforms in a debt overhang*, Documentos de Trabajo, n.º 1421, Banco de España.

3 Véase Ó. Arce, J. M. Campa y A. Gavilán (2013), «Macroeconomic adjustment under loose financing conditions in the construction sector», *European Economic Review*, vol. 59, pp. 19-34.

pueden limitar el crecimiento de las empresas más productivas

las empresas más productivas más allá de un determinado tamaño. Por ejemplo, algunas regulaciones en el ámbito fiscal, relacionadas con controles administrativos derivados de requerimientos de auditoría, o laboral, ligadas a los requisitos de representación del personal de la empresa y los derechos de este, que en la legislación española están sujetos a una regulación más estricta a partir de determinados niveles de empleo, dan lugar a este tipo de umbrales. Otras fricciones introducen distorsiones en los precios relativos de los factores de producción, que implican ciertas ventajas competitivas para algunas empresas que no son necesariamente las más productivas. En este ámbito, cabe destacar también algunas regulaciones laborales, además de otras financieras, sectoriales y de accesibilidad a las licitaciones públicas.

Asimismo, las condiciones financieras influyen de forma esencial sobre la dinámica empresarial

Por otra parte, la creación de empresas y la entrada en nuevos mercados requieren de la disponibilidad de financiación que permita el lanzamiento de nuevos proyectos de inversión y su mantenimiento hasta que resulten rentables. En este sentido, la disponibilidad de riqueza personal, la operativa del mercado de crédito y, también, el desarrollo de nuevos instrumentos y canales de financiación determinan, en parte, el flujo de creación de nuevas empresas y la reasignación intersectorial de los recursos productivos, así como el movimiento de estos hacia las empresas de mayor productividad. En este sentido, los cambios recientes observados en los mercados financieros, unos, consecuencia de la crisis, otros, como resultado de la intensa reforma regulatoria en este campo, han de ser tenidos en cuenta en el análisis de los factores que favorecen o limitan la eficiente asignación de recursos productivos entre las empresas.

Mejorar la calidad de los recursos disponibles en la economía resulta esencial para elevar la capacidad de crecimiento de forma sostenida

Independientemente de la accesibilidad al crédito y de la existencia de diferentes regulaciones distorsionadoras de la entrada, salida y crecimiento empresarial, el fortalecimiento del tejido empresarial vendrá necesariamente impulsado por las ganancias de productividad. Para ello, mejorar la capacitación profesional de la población, favorecer la innovación y la adopción tecnológica y eliminar barreras que limiten la eficiente asignación de recursos hacia los fines más productivos deberían ser objeto prioritario de la política económica.

Con estas premisas, este capítulo profundiza en el análisis de la dinámica empresarial en España desde tres perspectivas. En primer lugar, se presentan una serie de elementos analíticos y cuantitativos que ponen de manifiesto los efectos macroeconómicos que tiene la dinámica empresarial, en lo que se refiere tanto a los procesos de ajuste en el corto plazo como al crecimiento potencial en el largo plazo. En segundo lugar, se caracteriza la dinámica empresarial en España, en comparación con el resto de los países de nuestro entorno, y se destaca la importancia de la productividad como determinante de ella. Finalmente, se discute en qué medida la creación, la destrucción y el crecimiento de empresas españolas están relacionados con varias regulaciones del mercado de bienes y servicios y laborales, sus condiciones de financiación y el grado de capacitación profesional de empresarios y trabajadores.

## 2 Las consecuencias macroeconómicas de la creación, destrucción y crecimiento de las empresas

Un incremento de los flujos de creación de nuevas empresas y del ritmo de desaparición de las menos productivas, y una mejor adaptación del tamaño de las que permanecen ante las condiciones cambiantes del mercado tienden a aumentar el grado de competencia en los mercados y pueden proporcionar un impulso a la innovación y a la adopción tecnológica. Igualmente, un mayor dinamismo empresarial, en los términos descritos, permite la reasignación de recursos hacia las empresas de productividad más elevada, lo que se traduce en un mayor potencial de crecimiento del conjunto de la economía.

Existen varios canales por los que la dinámica empresarial tiene implicaciones macroeconómicas

En primer lugar, un mayor dinamismo empresarial favorece la competencia...

En el corto plazo, cuanto mayor sea la competencia en los mercados, menor será el nivel de precios y, con ello, mayores serán la producción y el empleo. Por otra parte, un mayor grado de competencia también favorece y acelera la reasignación de los factores de producción hacia sus usos más eficientes. El coste de producción también puede aumentar debido a la existencia de barreras de entrada en los mercados de bienes intermedios y a un exceso de regulación o de cargas administrativas asociadas a la realización de una actividad, de gastos derivados de los litigios a los que hace frente una empresa para asegurar el cumplimiento de contratos.

... facilita el ajuste de la economía ante perturbaciones...

La dinámica empresarial también determina el ajuste de la respuesta ante perturbaciones económicas. Por ejemplo, ante un aumento de las oportunidades de negocio, el flujo de creación de nuevas empresas tenderá a reducir el margen medio de precios sobre costes laborales unitarios, lo que conduce a un aumento de la producción, amplificándose así el impacto de las perturbaciones positivas. Por ejemplo, el recuadro 4.1 muestra, mediante un modelo macroeconómico desarrollado y estimado para captar estos efectos, que la respuesta de la economía ante un aumento temporal de la productividad es mayor cuanto menores son los costes de crear una empresa. Por el contrario, la recuperación después de una perturbación negativa que comporte la desaparición de un número significativo de empresas normalmente será más lenta cuanto mayor sea la duración y el coste asociado a los procesos de liquidación de empresas menos productivas y menor sea la tasa de aparición de nuevos competidores<sup>4</sup>.

... y favorece el desarrollo y la adopción de nuevas tecnologías, promoviendo el crecimiento de la productividad

En el largo plazo, las tasas a la que se originan y adoptan las innovaciones tecnológicas dependen también del nivel de competencia de los mercados y del grado de dinamismo empresarial. La inversión en I+D requiere un rendimiento que, en ocasiones, solo puede producirse mediante el ejercicio de un cierto poder de mercado, al menos durante algún tiempo. Sin embargo, en otros casos, la protección de nuevas ideas no tiene por qué resultar incompatible con la presencia de incentivos a innovar en un entorno competitivo. Muchas innovaciones tecnológicas se han generado y difundido al margen de la protección de patentes. Incluso, en entornos competitivos, las empresas también pueden rentabilizar innovaciones tecnológicas que, además, se difundirán más rápidamente cuanto menores sean las barreras a la creación de nuevos establecimientos.

En efecto, con relación a la generación y la difusión de las innovaciones, el papel de los nuevos empresarios no debe ser subestimado, aun cuando se trate de nuevas unidades productivas con un número pequeño de empleados. Estructuras de mercado e instituciones que facilitan la entrada y la salida de empresas pueden favorecer la acumulación de conocimiento, la inversión en activos intangibles, a través de la experiencia, y la movilidad de empresarios e innovadores, factores que resultan necesarios para aumentar la productividad<sup>5</sup>.

La dinámica empresarial también determina el grado de heterogeneidad dentro de cada sector...

Existe abundante evidencia empírica que confirma que dentro de cada sector de actividad coexisten empresas de muy distinto tamaño y productividad. Esta heterogeneidad es el producto de unas pautas consolidadas y comunes a muchos países: las nuevas empresas que entran en un determinado mercado son, en media, de menor tamaño y por tanto tienen

4 Para un análisis teórico de este tipo de canales de transmisión en los modelos macroeconómicos al uso, véanse, por ejemplo, F. Bilbiie, F. Ghironi y M. Melitz (2012), «Endogenous Entry, Product Variety, and Business Cycles», *Journal of Political Economy*, vol. 120 (2), pp. 304-345; N. Jaimovich y M. Floetotto (2008), «Firm dynamics, markup variations, and the business cycle», *Journal of Monetary Economics*, vol. 55, pp. 1238-1252, y G. L. Clementi y B. Palazzo (2015), «Entry, Exit, Firm Dynamics, and Aggregate Fluctuations», *American Economic Journal Macroeconomics*, de próxima publicación.

5 Véase X. Vives (2008), «Innovation and competitive pressure», *The Journal of Industrial Economics*, vol. 56, pp. 419-469.

mayor potencial de crecimiento que las ya establecidas. En particular, existe una asociación negativa entre el crecimiento de la productividad y el empleo, por un lado, y positiva entre el tamaño y la edad de las empresas, por otro. Igualmente, empresas de más edad y con un número mayor de trabajadores tienen mayor tasa de supervivencia que las empresas de reciente creación<sup>6</sup>.

Esto da lugar a que la distribución por tamaño de empresas tanto a nivel agregado como dentro de cada sector sea asimétrica, en la medida en que dicha distribución contiene una mayor densidad de empresas de menor tamaño. En España, esta asimetría es muy marcada. Como se documenta con mayor detalle en el apartado siguiente, casi un 90 % de las empresas de nuestro país tienen menos de 10 trabajadores, mientras que las de más de 50 trabajadores representan un porcentaje muy reducido en comparación con el de otros países de nuestro entorno.

... lo que influye en el origen y la transmisión de perturbaciones, afectando a la magnitud de las fluctuaciones económicas

Las perturbaciones agregadas, que afectan a todas las empresas conjuntamente, son menos frecuentes y tienen una menor amplitud que las idiosincrásicas, es decir, aquellas que inciden sobre las compañías de forma individual. Las consecuencias agregadas de estas perturbaciones idiosincrásicas dependen de la composición del tejido productivo, en términos del tamaño de empresa, y de las rigideces de precios y salarios. Por ejemplo, en una economía con precios flexibles, si las empresas de mayor tamaño representan una porción elevada del empleo de un país, el ciclo económico puede estar fuertemente condicionado por sus perturbaciones idiosincrásicas<sup>7</sup>, si bien esta correlación disminuye cuando el grado de inercia nominal de los precios es mayor<sup>8</sup>. Por el contrario, las economías en las que las pequeñas y medianas empresas tienen un mayor peso, las fluctuaciones económicas agregadas tienden a estar asociadas en mayor medida a perturbaciones de demanda o de oferta de carácter global.

Otro factor que influye sobre las consecuencias agregadas de perturbaciones idiosincrásicas es el potencial de crecimiento de las compañías de nueva creación. Este efecto es especialmente relevante en relación con la duración de las expansiones y de las recesiones. Así, si después de una perturbación positiva aumenta el flujo de creación de empresas y las nuevas compañías aprovechan su potencial de crecimiento, la expansión generada por dicha perturbación será mucho más duradera y sostenida en el tiempo que si las empresas entrantes se enfrentan a limitaciones que restringen su capacidad de crecimiento.

La dinámica empresarial está condicionada por la regulación laboral e influye sobre el funcionamiento del mercado de trabajo

La creación de empresas y su crecimiento están condicionados, no solo por la regulación del mercado de bienes y servicios, sino también por otras regulaciones; en particular, la relativa al mercado de trabajo. Por ejemplo, la regulación laboral afecta al incentivo individual para trabajar como empresario, asalariado privado, asalariado público o para permanecer en la inactividad. Asimismo, el predominio de la cobertura de la negociación colectiva de ámbito superior a la empresa, que impone las condiciones de empleo a las empresas de nueva creación en el sector correspondiente, puede impedir la entrada de empresas con baja productividad inicial pero elevado potencial de crecimiento. La discriminación en la aplicación de algunas normas laborales según el tamaño de las empresas también puede generar barreras al crecimiento de las empresas jóvenes.

6 Véase CompNet Task Force (2014), *Micro-Based Evidence of EU Competitiveness. The CompNet Database*, ECB working paper 1634.

7 Esta posibilidad recibe el nombre de «hipótesis granular». Véanse X. Gabaix (2011), «The granular origins of aggregate fluctuations», *Econometrica*, vol. 79 (3), mayo, pp. 733-772, y V. Carvalho y B. Grassi (2015), *Firm Dynamics and the Granular Hypothesis*, manuscrito.

8 J. Andrés y P. Burriel (2014), *Inflation dynamics in a model with firm entry and (some) heterogeneity*, Documentos de Trabajo, n.º 1427, Banco de España.

Por otra parte, las tasas a las que se crean y se destruyen empresas tienen su reflejo en los flujos de trabajadores. Cuanto más elevadas sean dichas tasas, mayores serán, respectivamente, las tasas de entrada en el empleo y en el desempleo. Asimismo, una tasa de destrucción de empresas elevada y un bajo crecimiento de las pequeñas empresas tenderán, en general, a producir una mayor inestabilidad laboral y una menor acumulación de experiencia laboral por parte de los trabajadores. Finalmente, dadas unas tasas de entrada y salida de las empresas, la inestabilidad laboral es mayor si la legislación sobre protección al empleo implica incentivos a la rotación laboral de los trabajadores mediante el uso continuado de contratos temporales.

Existen diferentes instrumentos de política económica relacionados con la demografía empresarial con los que se puede favorecer la competencia, la productividad y el bienestar

En el recuadro 4.1 se muestran, a efectos ilustrativos, los resultados de un ejercicio de evaluación de diferentes medidas de política económica relacionadas con la dinámica empresarial. En particular, se comparan los efectos de una reforma que aumenta la competencia en el mercado de bienes y servicios mediante una reducción de los costes de entrada y que facilita el crecimiento de aquellas pequeñas empresas con suficiente productividad con los derivados de una reforma que genera una mejora genuina de la productividad de las pequeñas empresas. La principal conclusión de este ejercicio es que, si bien una reducción de los costes de entrada aumenta el conjunto de oportunidades de negocio potencialmente rentables, muchas de las cuales se acaban convirtiendo en nuevas empresas en un período reducido de tiempo, una medida de este tipo puede reducir la productividad agregada si no se favorece el crecimiento a través de la reducción de los costes de ajuste de las empresas. Asimismo, el ejercicio muestra que las medidas que mayor impacto positivo parecen tener sobre la economía en su conjunto son aquellas destinadas directamente a aumentar la productividad media y, en particular, la de las empresas de menor tamaño.

### 3 Una caracterización de la dinámica empresarial en España en el contexto internacional

A continuación, se caracteriza la dinámica empresarial en España desde una perspectiva temporal e internacional, en relación tanto con el nivel como con la composición de las entradas y salidas de empresas y con el crecimiento de aquellas que están establecidas. Debe tenerse en cuenta que este tipo de análisis se enfrenta a dificultades derivadas de la falta de disponibilidad de datos homogéneos y suficientemente representativos en todos los países. Para paliar estas dificultades, en la evidencia que se presenta a continuación se han combinado varias fuentes estadísticas<sup>9</sup>.

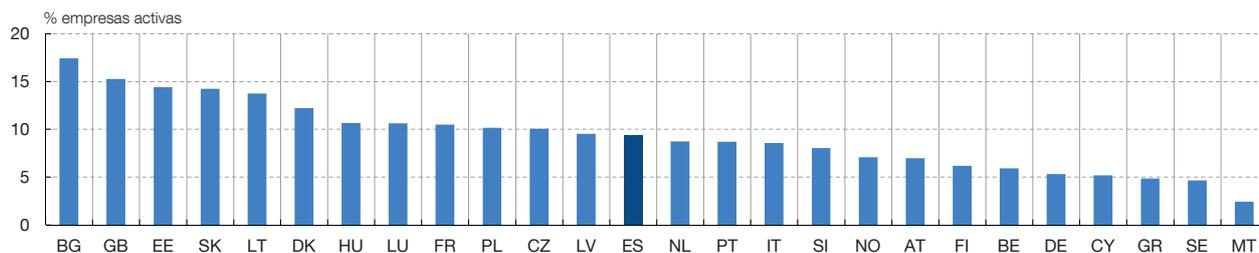
Durante la expansión anterior a la crisis, España presentaba una tasa de creación de empresas similar y una de destrucción algo inferior a la media de los países de la UE

Las tasas de creación y destrucción de empresas se suelen medir mediante la ratio entre el flujo de entidades creadas y destruidas a lo largo de un año y el número de existentes en el período anterior. Estas tasas tienen un marcado componente cíclico, puesto que la creación de empresas es sustancialmente mayor en las expansiones que en las recesiones, mientras que lo contrario ocurre con las tasas de destrucción.

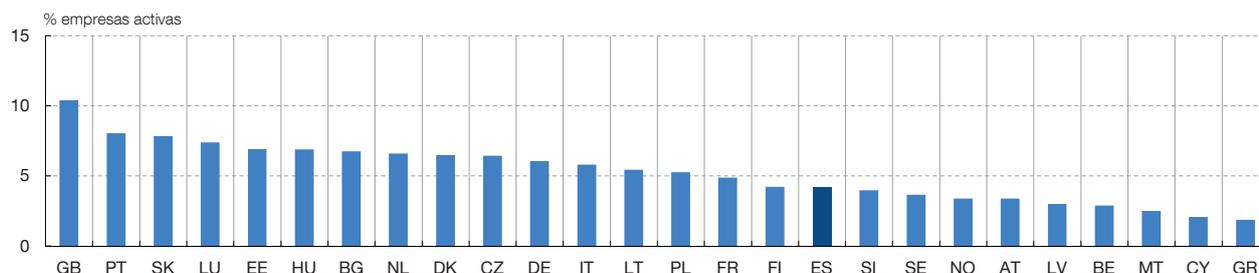
Según los datos de Eurostat (véase panel 1 del gráfico 4.1), en los años inmediatamente anteriores a la crisis (2005-2007), España registró una tasa de creación de empresas cercana a la media de la UE, un 9 %, cifra similar a la observada en Francia (10 %) e incluso algo superior a la de Alemania e Italia (5 % y 8 %, respectivamente). En este período, dentro de la UE, las mayores tasas de creación de empresas se observan en el Reino Unido (15 %) y en algunos países de Europa del Este, como Bulgaria, Estonia y Eslovaquia (17 %,

<sup>9</sup> Para España se ha utilizado la información de la Central de Balances del Banco de España (CB), la Balanza de Pagos (BP), la Central de Riesgos del Banco de España (CIRBE) y el Directorio Central de Empresas (DIRCE) del INE; para el resto de los países, AMADEUS, *CompNet* [una red de investigación sobre competitividad del Sistema Europeo de Bancos Centrales (ESCB)], Eurostat (Indicadores estructurales) y OCDE (*Entrepreneurship at a Glance*). No obstante, para la correcta interpretación de los estadísticos que se comentan a continuación, es necesario tener en cuenta que no todas las bases de datos utilizadas están armonizadas internacionalmente.

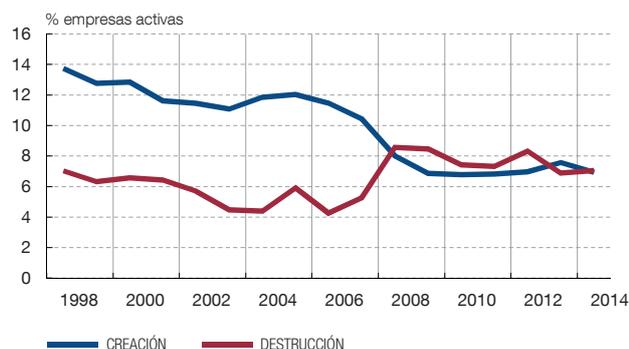
1 TASA DE CREACIÓN DE EMPRESAS ANTES DE LA CRISIS (2005-2007) (a)



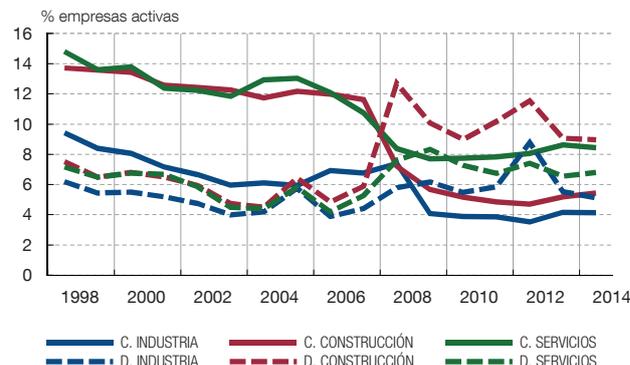
2 TASA DE DESTRUCCIÓN DE EMPRESAS ANTES DE LA CRISIS (2005-2007) (a)



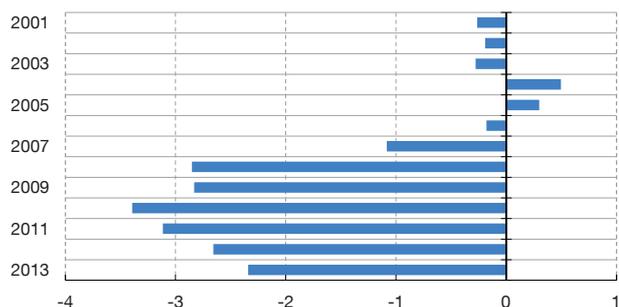
3 TASAS DE CREACIÓN Y DESTRUCCIÓN DE EMPRESAS EN ESPAÑA (b)



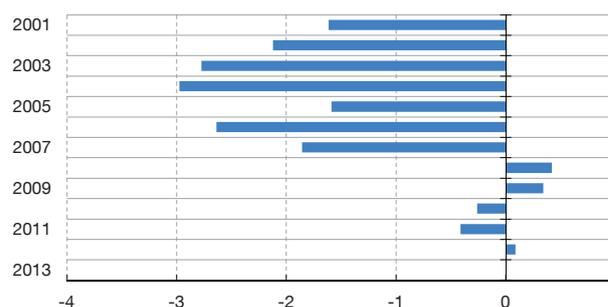
4 TASAS DE CREACIÓN Y DESTRUCCIÓN POR GRANDES SECTORES EN ESPAÑA (b)



5 RESIDUOS DEL MODELO DE CREACIÓN DE EMPRESAS (c)



6 RESIDUOS DEL MODELO DE DESTRUCCIÓN DE EMPRESAS (c)



FUENTES: Comisión Europea, Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Eurostat distingue entre tres tipos de empresas por forma legal: sociedades mercantiles públicas o privadas de responsabilidad limitada, sociedades laborales de responsabilidad limitada o ilimitada y empresarios individuales sin responsabilidad limitada. Se restringe la información a sociedades mercantiles públicas o privadas con responsabilidad limitada para aumentar la comparabilidad de la estadística ya que los datos de empresarios individuales pueden sufrir un error de medida mayor. Las sociedades mercantiles de responsabilidad limitada representarían un 40 %, ya que los empresarios individuales representan algo más del 50 %. En términos de empleo, sin embargo, su contribución es mucho mayor. Respecto a los sectores se limita la información a la industria y los servicios sin incluir las actividades de gestión de los *holding*, Administración pública, defensa y seguridad social obligatoria, educación y sanidad, otras actividades sociales y de servicios prestados a la comunidad, servicios personales, las actividades de los hogares y los organismos extraterritoriales..
- b Se entiende por unidades creadas las empresas creadas en el período actual o en los dos anteriores y, por bajas, las que desaparecen en el ejercicio actual o en los dos posteriores. La clasificación sectorial se corresponde con la CNAE a dos dígitos. Se pondera por la media del sector para evitar que diferentes composiciones sectoriales en la entrada o salida de empresas afecten a los resultados.
- c Residuos correspondientes a dos regresiones de las tasas de creación y destrucción de empresas y crecimiento del PIB. Muestra compuesta por países de la OCDE entre 2002 y 2012. Un residuo con un valor de -1 significa una tasa de entrada, o salida en su caso, 1 punto porcentual menor que lo estimado mediante la correlación histórica y entre países del ciclo económico y la tasa correspondiente.



14 % y 14 %, respectivamente). Por lo que respecta a la tasa de destrucción, España registró una tasa inferior a la media, un 4 %, cifra similar a la de Alemania, Italia o Francia (6 % las dos primeras y 5 % la última). En el contexto internacional, existe una asociación positiva entre creación y destrucción de empresas, de manera que aquellos países que tuvieron altas tasas de destrucción —el Reino Unido (10 %) y los países de Europa del Este como Bulgaria, Estonia y Eslovaquia (7 % para las dos primeras y 8 % para la última)— son también los que registraron tasas de creación más elevadas. En España, se observa que, a lo largo de esos años, la tasa de creación de empresas superó ampliamente a la de destrucción (véase panel 3 del gráfico 4.1).

La crisis redujo considerablemente la tasa de creación de empresas y aumentó la de destrucción

A partir de 2007, se produjo un aumento significativo de la tasa de destrucción de empresas, a la vez que la creación se frenó, hasta el punto de que, según los datos del Directorio Central de Empresas del Instituto Nacional de Estadística (DIRCE), se observaron caídas netas en el número de entidades hasta 2012. En 2013, se apreció una variación neta positiva, debida a una caída del número de bajas, así como un repunte en la creación, si bien, al año siguiente, el número de empresas se estabilizó. En cualquier caso, las diferencias por ramas de actividad son apreciables. Así, aunque el período recesivo tuvo un impacto negativo en la dinámica empresarial en todos los sectores (véase panel 4 del gráfico 4.1), el sector de la construcción fue el más afectado por la crisis, tanto en la disminución de las entradas como en el aumento de las salidas, presentando importantes caídas netas desde 2008. Estos efectos fueron de mucha menor magnitud en los sectores de servicios y, en particular, en el industrial.

Aun teniendo en cuenta el efecto del ciclo económico, España ha registrado tasas de creación de empresas relativamente bajas desde 2008

El efecto del ciclo económico sobre las tasas de creación y destrucción de empresas se puede aproximar a partir de la estimación de la relación entre estas tasas y el crecimiento del PIB para un conjunto de países. De acuerdo con los resultados de una estimación de este tipo, se puede concluir que, si bien en España la pauta de creación de empresas con anterioridad a 2008 fue similar a las de los otros países, desde entonces ha sido considerablemente menor, incluso para lo que hubiera correspondido a la situación recesiva de la actividad económica (véase panel 5 del gráfico 4.1). Por otro lado, si bien a lo largo de la recesión la destrucción de empresas fue acorde con lo esperado dada la magnitud de la caída del PIB, con anterioridad a 2007, en España, sobrevivía un número de empresas mayor que el que se correspondería con el comportamiento medio del resto de los países (véase panel 6 del gráfico 4.1).

Las empresas creadas y destruidas son menos productivas que las establecidas...

En el caso español, se observa que tanto las nuevas empresas como las que finalizan su actividad muestran niveles de productividad inferiores a la productividad media de su sector. En particular, las entrantes durante el período 1998-2007 presentaron un nivel de productividad casi un 20 % inferior al de la media de su sector, lo que sugiere la existencia de un período de aprendizaje necesario para que las empresas nuevas converjan hacia la productividad media de su sector de actividad. Asimismo, las compañías en vías de desaparición registraron, en promedio, un nivel de productividad que era un 27 % inferior a las de la empresa media de su sector, por lo que su desaparición dio lugar a un efecto composición positivo sobre el crecimiento de la productividad a nivel agregado (véase panel 1 del cuadro 4.1).

... si bien, durante la crisis, la productividad de las empresas creadas mejoró ligeramente en términos relativos, mientras que desaparecieron las empresas menos productivas

Desde 2008, la selección de empresas, tanto entre las entrantes como entre las salientes, ha producido un mayor efecto positivo sobre la productividad agregada de la economía. Concretamente, las que se han creado desde entonces han mostrado un nivel de productividad algo más cercano a la media del sector, mientras que las que han causado baja lo tenían significativamente más reducido. Estos resultados son comunes a un amplio conjunto de sectores de la economía española. En todos los casos, tanto las entradas como las salidas de empresas muestran niveles de productividad por debajo de la media del

Porcentaje

	Total		Industria		Construcción		Servicios	
	1998-2007	2008-2012	1998-2007	2008-2012	1998-2007	2008-2012	1998-2007	2008-2012
1 Por sectores								
Promedio del período de los niveles relativos de productividad aparente del trabajo								
Total empresas	100	100	100	100	100	100	100	100
Altas del año actual y de los dos años anteriores	83,4	88,5	84,8	90,1	86,1	94,6	82,6	87,2
Empresas que permanecen	111,9	111,8	107,7	109,3	110,2	115,8	113,6	111,3
Bajas del año actual y de los dos años posteriores	73,1	57,2	70,2	52,8	81,8	56,6	71,5	58,4
Promedio del período de las contribuciones al crecimiento de la productividad aparente del trabajo								
Total empresas	100	100	100	100	100	100	100	100
Altas del año actual y de los dos años anteriores (b)	-6,2	-2,2	-3,4	-1,1	-5,8	-1,2	-7,0	-2,7
Bajas del año actual y de los dos años posteriores (c)	3,2	7,4	3,0	7,1	2,2	11,6	3,5	6,5
					Total			
					1999-2007		1998-2012	
					Crece	No crece	Crece	No crece
2 Según crecimiento del sector								
Promedio del período de los niveles relativos de productividad aparente del trabajo								
Total empresas			100	100	100	100		
Altas del año actual y de los dos años anteriores			83,4	82,7	88,4	88,9		
Empresas que permanecen			112	110	110	113		
Bajas del año actual y de los dos años posteriores			73,3	69,6	67,3	53,9		
Promedio del período de las contribuciones al crecimiento de la productividad aparente del trabajo								
Total empresas			100	100	100	100		
Altas del año actual y de los dos años anteriores (b)			-6,3	-4,8	-2,7	-2,0		
Bajas del año actual y de los dos años posteriores (c)			3	4	5	8		
Pro memoria								
Porcentaje de sectores			62	38	30	70		
Porcentajes de empresas en el sector			64,7	35,3	36,5	63,5		

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

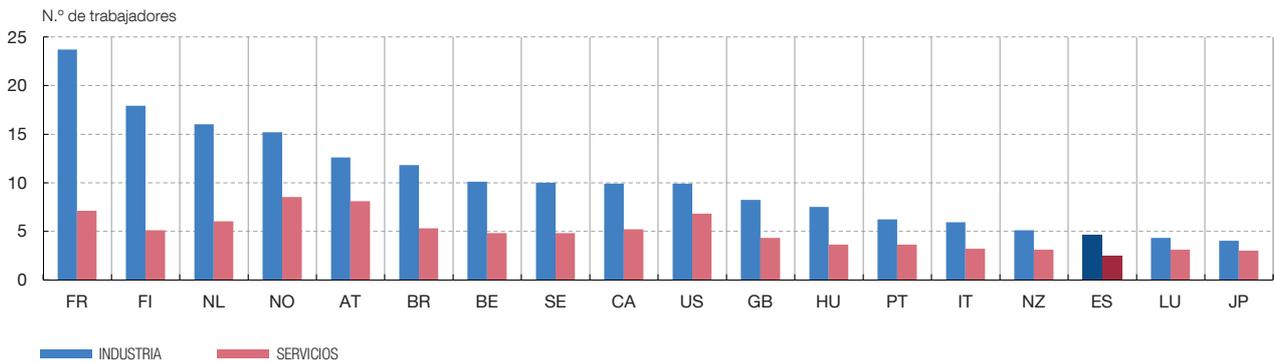
- a Los datos utilizados proceden del fichero de microdatos del Directorio Central de Empresas (DIRCE), unido con el de microdatos de la Central de Balances.
- b Cifra calculada como la variación en el nivel de productividad que se produce en un período determinado, al incluir en el cálculo de la productividad media las empresas nacidas en el año actual y en los dos años anteriores.
- c Cifra calculada como la variación en el nivel de productividad que se produce en un período determinado, al excluir en el cálculo de la productividad media las empresas desaparecidas en el año actual y en los dos años posteriores.

sector correspondiente. Al mismo tiempo, la selección de empresas hacia las más productivas se ha hecho más intensa (panel 1 del cuadro 4.1).

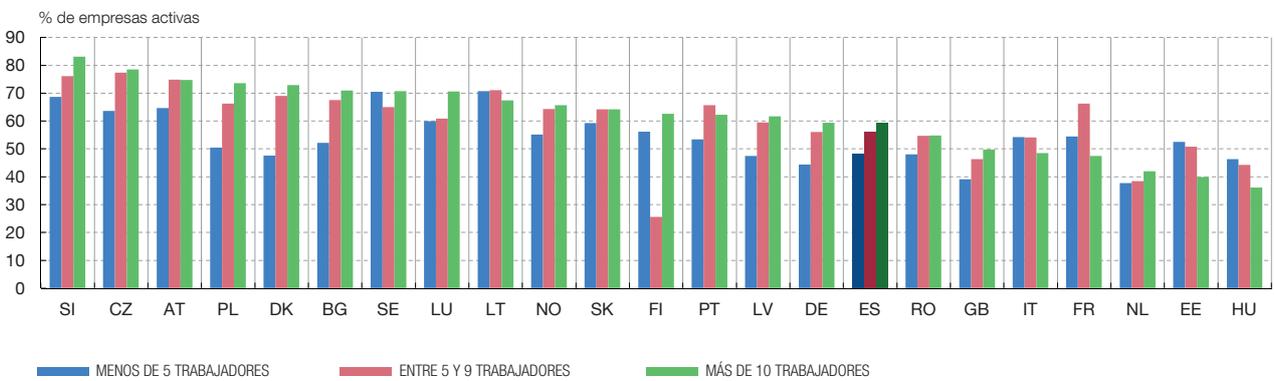
La mejora de la productividad relativa de las empresas de nueva creación se ha producido en la mayoría de los sectores

El aumento registrado de la productividad de las empresas de nueva creación con respecto a las que permanecen se observa tanto en los sectores más afectados por la situación recesiva, aproximados por aquellos en que se produjeron caídas del empleo, como en los que registraron crecimiento del empleo. Sin embargo, las empresas salientes en los sectores con caídas del empleo han tenido una productividad menor que las que permanecen en sectores con crecimiento del empleo, lo que indica una cierta relación entre la destrucción de empresas y la posición cíclica del sector en cuestión (panel 2 del cuadro 4.1). Las nuevas pautas en la creación de empresas y su carácter generalizado sugieren que se está produciendo una cierta mejora en la selección de empresas nuevas en función de su productividad, que podría ser el síntoma de un cambio estructural favorable en la demografía empresarial española.

1 TAMAÑO MEDIO DE LAS EMPRESAS NUEVAS (DE 0 A 2 AÑOS) ENTRE 2001 Y 2010 (a)



2 TASA DE SUPERVIVENCIA A LOS CINCO AÑOS EN 2010



FUENTES: Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos y Comisión Europea.

a Según C. Criscuolo, P. N. Gal y C. Menon (2014), en *The Dynamics of Employment Growth: New Evidence from 18 Countries*, OECD Science, Technology and Industry Policy Papers n.º 14, OECD Publishing.

[Descargar](#)

No obstante, el tamaño y la tasa de supervivencia de las empresas de nueva creación son menores en España que en otros países de nuestro entorno

Según los datos de Eurostat, las empresas españolas de nueva creación resultan atípicas en relación con su tamaño inicial y su tasa de supervivencia. En efecto, el tamaño inicial de las empresas españolas entrantes es, en general, pequeño, situándose en media en 4,6 trabajadores en la industria, tan solo superando a las compañías japonesas y luxemburguesas, con 4,0 y 4,3, respectivamente. En el otro extremo se situarían Francia, Finlandia y Holanda, con un tamaño medio de 23,7, 17,9 y 16 trabajadores, respectivamente. En el sector servicios, España presenta el menor tamaño inicial del conjunto de los países de la UE, con 2,4 trabajadores. Según los datos del DIRCE, esta característica se habría acentuado a lo largo de la crisis, dado que el tamaño medio de las empresas creadas en España disminuyó a partir de 2008. Si entre 2000 y 2007 el 78 % de las empresas creadas con más de 1 asalariado tenían entre 1 y 5 trabajadores, este porcentaje se elevó al 82 % en el período posterior (véase panel 1 del gráfico 4.2). Asimismo, la probabilidad de supervivencia de las empresas españolas al cabo de cinco años también es reducida en términos comparados (véase panel 2 del gráfico 4.2). En este caso, durante la crisis, aumentó más la probabilidad de desaparición de las empresas españolas nuevas que la de las ya establecidas.

El aumento de la productividad es un determinante

En los estudios sobre dinámica empresarial, un hecho ampliamente documentado es la asociación positiva entre tamaño y productividad. Los fundamentos de esta asociación son, no obstante, menos evidentes. Por un parte, puede ser la consecuencia de la existencia

	Después del número de períodos indicados				
	1	2	3	4	5
De un <i>shock</i> de productividad sobre					
El crecimiento del empleo	0,017*** (0,004)	0,012*** (0,004)	0,010** (0,005)	0,004 (0,007)	0,003 (0,006)
El crecimiento acumulado del empleo	0,017*** (0,004)	0,037*** (0,005)	0,045*** (0,006)	0,075*** (0,007)	0,084*** (0,009)
De un <i>shock</i> de tamaño sobre					
El crecimiento de la productividad	0,017* (0,009)	-0,005 (0,005)	-0,014 (0,020)	-0,008 (0,009)	-0,010 (0,014)
El crecimiento acumulado de la productividad	0,017* (0,009)	0,012 (0,012)	0,006 (0,017)	0,012 (0,008)	0,007 (0,031)

FUENTE: Banco de España.

NOTA: \*, \*\* y \*\*\* denotan coeficientes de significatividad al 10%, 5% y 1%, respectivamente. Errores estándar, entre paréntesis.

a Véase E. Moral-Benito (2016), *Growing by learning*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación. Este ejercicio se basa en una estimación de *propensity score matching*. Dicha estimación identifica un grupo de empresas que son iguales en términos de características observables (tamaño, edad, productividad, sector de actividad, estatus exportador...) en un período inicial. Este grupo se divide en dos, el grupo de tratamiento o de empresas que han experimentado un crecimiento de la productividad (o del empleo) por encima del 10% en el período inicial, y el grupo de control, que está formado por empresas que no han experimentado dicho crecimiento. A continuación, se compara el crecimiento medio del empleo (o de la productividad) de cada grupo en los cinco períodos (años) siguientes y se contrasta si las diferencias entre ambos grupos son estadísticamente distintas de cero.

del crecimiento y desarrollo  
empresariales

de economías de escala que generan incrementos de productividad cuando aumenta el tamaño de las empresas. Por otra parte, puede ocurrir que las empresas son intrínsecamente más o menos productivas y solo crecen en la medida en que los factores de su entorno (económicos, regulatorios, institucionales, financieros, etc.) lo permiten, una vez que se manifiesta su verdadero potencial productivo. En el primer caso, el tamaño causaría la productividad; en el segundo, la causalidad se produciría en sentido inverso, de la productividad al tamaño.

Si bien en la práctica cabe esperar que coexistan múltiples relaciones de causalidad entre estas dos variables, en ambas direcciones, una forma de intentar discernir su peso relativo es comparar el crecimiento del empleo de dos empresas idénticas hasta un determinado momento en el que se observa que solo en una de ellas se produce un incremento exógeno de productividad o tamaño significativo. Los resultados de un análisis de este tipo se recogen en el cuadro 4.2<sup>10</sup>. En el bloque superior de este cuadro se muestra que, al año siguiente de producirse un aumento del 10% de su productividad, la empresa correspondiente empieza a crecer más que su comparable, de forma que, tras cinco años, el empleo de la primera ha crecido 8 pp más que el de la segunda. En el bloque inferior del cuadro 4.2, se presenta la evolución de la productividad para dos empresas idénticas hasta un determinado momento en el que solo en una de ellas se produce un incremento de su tamaño (también normalizado al 10%). En este segundo caso, no se encuentran diferencias significativas entre el crecimiento de la productividad de ambas empresas incluso después de cinco años. De este modo, estos resultados sugieren que el crecimiento de la productividad daría lugar a un aumento del tamaño de las empresas, mientras que en el corto plazo el crecimiento empresarial no generaría, por sí mismo, incrementos de productividad evidentes.

El número de empresas  
de alto crecimiento  
es bastante reducido cuando

El análisis de las empresas de elevado crecimiento, que se definen como aquellas en las que se produce un incremento significativo de su tamaño, medido por el empleo, en un período reducido, también subraya la importancia de la productividad (véase

<sup>10</sup> Véase E. Moral-Benito (2016), *Growing by learning*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

	Probabilidad de alto crecimiento de empleo		Probabilidad de alto crecimiento de productividad	
	2002-2007	2008-2012	2002-2007	2008-2012
Alto crecimiento de productividad en el período anterior	0,012*** (0,001)	0,019*** (0,001)	-0,244*** (0,001)	-0,268*** (0,001)
Alto crecimiento de empleo en el período anterior	0,163*** (0,001)	0,177*** (0,001)	-0,006*** (0,001)	-0,007*** (0,001)
Porcentaje de empleo indefinido en la empresa	-0,001 (0,002)	-0,001 (0,002)	0,032*** (0,002)	0,058*** (0,002)
Condiciones de financiación (b)				
Con al menos una solicitud de crédito concedida	0,015*** (0,001)	0,014*** (0,001)	0,015*** (0,001)	0,009*** (0,001)
Todas las solicitudes rechazadas	0,009*** (0,001)	0,008*** (0,001)	0,008*** (0,001)	0,002** (0,001)
Sin solicitudes, pero sin restricción de financiación	0,014*** (0,001)	0,015*** (0,001)	0,011*** (0,001)	0,006*** (0,001)
Antigüedad de la empresa (c)				
Entre 3 y 5 años	-0,028*** (0,001)	-0,046*** (0,002)	-0,059*** (0,001)	-0,065*** (0,002)
Entre 6 y 10 años	-0,039*** (0,002)	-0,066*** (0,002)	-0,072*** (0,002)	-0,087*** (0,002)
Entre 11 y 15 años	-0,045*** (0,002)	-0,080*** (0,002)	-0,072*** (0,002)	-0,098*** (0,003)
Entre 16 y 20 años	-0,050*** (0,002)	-0,093*** (0,003)	-0,072*** (0,003)	-0,111*** (0,003)
Más de 21 años	-0,054*** (0,004)	-0,011*** (0,003)	-0,068*** (0,003)	-0,012*** (0,004)

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

NOTA: \*, \*\* y \*\*\* denotan coeficientes de significatividad al 10 %, 5 % y 1 %, respectivamente. Errores estándar, entre paréntesis.

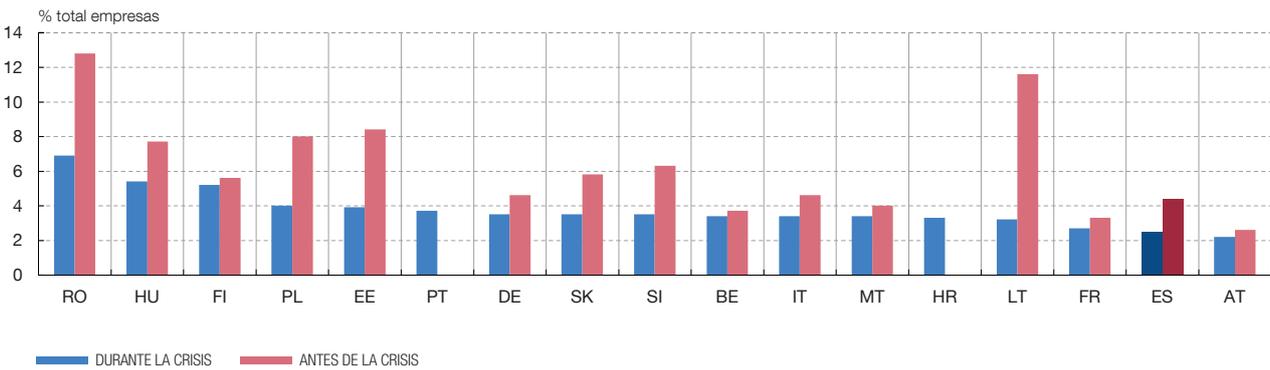
- a** Resultados de un modelo de probabilidad lineal estimado con datos de empresas que aparecen en la Central de Balances. Los coeficientes representan los efectos marginales de cada una de las variables sobre la probabilidad de que una empresa sea de alto crecimiento. Todos los resultados incluyen efectos fijos como control. Las empresas de alto crecimiento de empleo se definen como el 10 % de las empresas con mayor valor del resultado de multiplicar la variación absoluta del empleo y la ratio entre el empleo en el período siguiente ( $t+1$ ) sobre el empleo en  $t$ . Las empresas de alto crecimiento de productividad se definen como el 10 % de las empresas con mayor tasa de crecimiento de la productividad y que, además, no hayan sufrido caídas en el nivel de empleo. Ambas definiciones se calculan a nivel de sector (a dos dígitos de la CNAE) y año.
- b** Las dos primeras categorías se refieren a empresas que han hecho alguna petición de crédito a un banco con el que no tenían financiación. La tercera se refiere a empresas que, aun no habiendo solicitado financiación a un banco nuevo, han incrementado el número o la cuantía de los créditos con sus bancos habituales, o mantienen líneas de crédito mayoritariamente sin usar. Finalmente, el grupo de referencia son aquellas empresas que ni solicitan financiación a nuevos bancos ni incrementan posiciones con los habituales.
- c** La categoría de referencia corresponde a empresas con menos de 2 años de antigüedad.

se compara con otros países de nuestro entorno

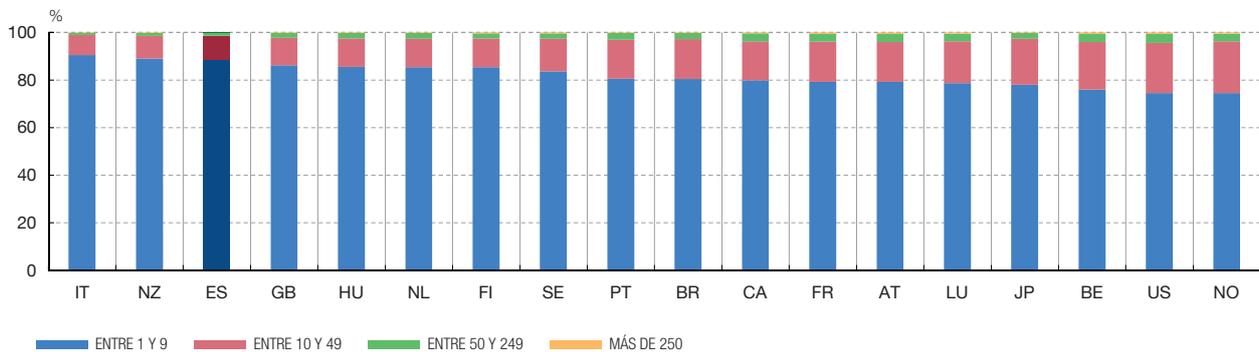
cuadro 4.3)<sup>11</sup>. Concretamente, se encuentra que el crecimiento de la productividad de estas empresas es un factor determinante del aumento de su tamaño, mientras que este último, al menos entre las empresas que destacan por un rápido desarrollo, no aumenta el crecimiento de la productividad. En la medida en que el crecimiento de la productividad en España es reducido, desde una perspectiva internacional, no es de extrañar que el porcentaje de las empresas de elevado crecimiento, según la definición de la OCDE (véase panel 1 del gráfico 4.3), sea también bajo en términos relativos.

<sup>11</sup> Véase C. Guillamón, E. Moral-Benito y S. Puente (2016), *High growth in employment and productivity: Dynamic interactions, and the role of financial constraints*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

1 PORCENTAJE DE EMPRESAS CON ALTO CRECIMIENTO (a)



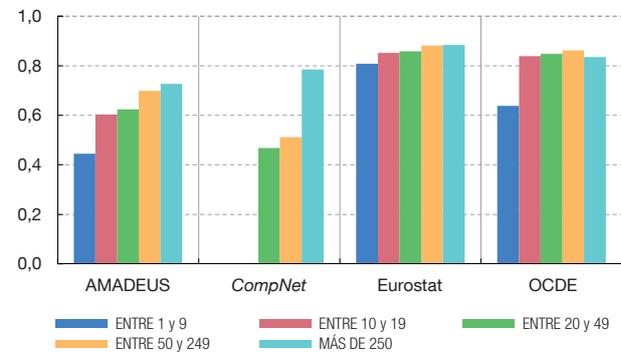
2 DISTRIBUCIÓN DE LAS EMPRESAS SEGÚN NÚMERO DE TRABAJADORES



3 PROMEDIO DE LA EFICIENCIA EN LA ASIGNACIÓN DE RECURSOS ENTRE EMPRESAS BASADA EN LA PTF ENTRE 2004 Y 2012 (b)



4 PRODUCTIVIDAD RELATIVA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS (c)



FUENTES: Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos, AMADEUS, Comisión Europea, *Competitiveness Research Network (CompNet)* del Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y la Central de Información de Riesgos y la Central de Balances del Banco de España.

- a Según definición de la *CompNet*, que engloba aquellas empresas que incrementan sus niveles de empleo en más de un 20% al año en un período de tres años.
- b Promedio anual en cada uno de los períodos de la covarianza entre la cuota de mercado de las empresas de cada sector, medida por su valor añadido, y su productividad total de los factores relativas a la media de su sector. Una mayor covarianza es indicativa de una situación con una mejor asignación de recursos productivos entre empresas de un mismo sector.
- c Ratio de productividad entre empresas españolas y la media en Francia, Alemania e Italia (media = 1). Los datos de AMADEUS y *CompNet* se refieren a productividad total de los factores, y los de Eurostat y OCDE, a productividad aparente del trabajo.

[Descargar](#)

Además, en España, la correlación entre crecimiento empresarial y productividad es relativamente baja

No solo parece existir un reducido número de empresas de alto crecimiento en nuestro país, sino que, además, la correlación positiva entre productividad y crecimiento en España es menor que la observada en otros países (panel 3 del gráfico 4.3). En definitiva, otros factores independientes a la productividad parecen jugar un papel más relevante en la acumulación de recursos en determinadas empresas.

Como resultado, España dispone de una distribución de empresas relativamente sesgada hacia las de menor tamaño y de baja productividad

Las pautas mencionadas de creación, crecimiento y destrucción de empresas permiten justificar que España presente una distribución con un mayor peso de las compañías de menor tamaño que el observado en otros países (véase panel 2 del gráfico 4.3). Por otro lado, también se observa que la productividad de las empresas españolas es al menos un 15% inferior que las de sus contrapartes alemanas, francesas e italianas, incluso comparando por rangos de tamaño, si bien esta diferencia es significativamente mayor en el grupo de empresas de 1 a 9 empleados, donde las empresas de reciente creación tienen un mayor peso (véase panel 4 del gráfico 4.3).

#### 4 Algunos factores explicativos de la dinámica empresarial en España

El acceso a la financiación, la regulación, la disponibilidad de capital humano y la capacidad de innovación son factores fundamentales de la dinámica empresarial

Entre los factores que se destacan como más importantes para la creación de empresas, se encuentran el acceso a la financiación, las regulaciones (fiscal, administrativa y laboral), la disponibilidad de capital humano y las posibilidades e incentivos a la innovación (véase gráfico 4.4). Estos mismos factores resultan igualmente cruciales en relación con el potencial de crecimiento de las empresas, además de otros elementos que suelen ser específicos de cada sector.

##### 4.1 FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

La principal fuente de financiación externa de las empresas españolas son los préstamos bancarios

La creación y el crecimiento del tamaño de las empresas están condicionados por la disponibilidad de financiación externa para acometer nuevos proyectos de inversión, que en el caso español y sobre todo para las empresas de menor dimensión tiene lugar mayoritariamente a través de préstamos bancarios. Durante el período inmediatamente anterior a la crisis, los criterios de concesión de préstamos bancarios a empresas fueron relativamente laxos, lo que se tradujo en abundante financiación bancaria que favoreció especialmente la creación y la supervivencia de pequeñas empresas. Sin embargo, las empresas que accedían al crédito no presentaban necesariamente una elevada productividad. De hecho, antes de 2007 no se encuentra una asociación positiva entre la probabilidad de obtener financiación y la productividad empresarial (véase panel 1 del gráfico 4.5).

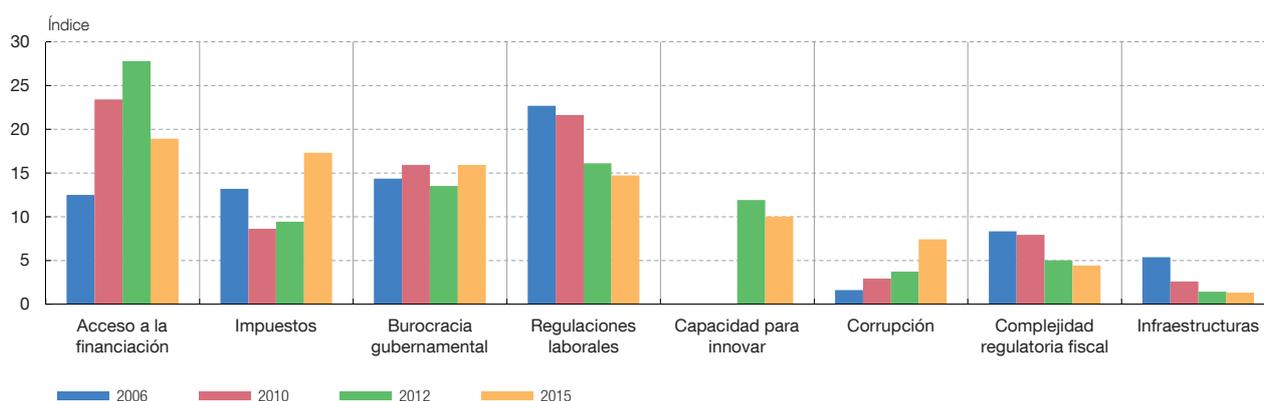
Las condiciones financieras se deterioraron de forma sustancial a lo largo de la crisis

Durante la crisis se produjo un endurecimiento notable de las condiciones financieras, al que contribuyeron distintos factores como el deterioro de las condiciones de financiación de las entidades de crédito, en parte como consecuencia de los problemas de fragmentación financiera en la UEM, y los efectos de la crisis sobre la calidad crediticia de los prestamistas. Las empresas de menor dimensión fueron las que sufrieron un mayor empeoramiento en sus condiciones de acceso al crédito bancario, especialmente las de nueva creación, en parte como resultado de su mayor riesgo de crédito, pero también por la menor cantidad y calidad de información que sobre ellas tienen las entidades bancarias. Con el fin de mitigar estas fricciones, se ampliaron los programas de apoyo financiero público para este tipo de compañías (véase recuadro 4.2). A pesar de ello, la menor disponibilidad de financiación contribuyó a una caída notable de la creación de empresas y, consecuentemente, a la disminución de la inversión empresarial privada.

En la actual fase de recuperación, se observa una recuperación de la financiación que, además, se dirige hacia las empresas más productivas...

Tras la crisis, el acceso de las empresas a la financiación bancaria ha mejorado, especialmente en el caso de las pymes, lo que, unido al incremento de la demanda de crédito, se ha reflejado en un aumento en el volumen de fondos concedidos. Esta evolución ha venido acompañada de un cierto grado de selección de la oferta de crédito entre prestatarios, de modo que el acceso a la financiación ha mejorado de forma más marcada en el caso de aquellas empresas que presentan una situación económica y financiera más

FACTORES MÁS PROBLEMÁTICOS PARA HACER NEGOCIOS (a)



IMPORTANCIA DE LOS SIGUIENTES COMPONENTES EN EL CRECIMIENTO DE LAS EMPRESAS EN 2015 (b)

Porcentaje	Total	Industria	Construcción	Comercio	Transporte	Otros servicios
Demanda del producto	44,4	54,3	43,8	43,7	35,9	43,4
Entorno macroeconómico	24,4	31,1	22,5	17,3	16,8	28,5
Regulación económica	19,7	18,3	20,1	14,9	11,1	26,0
Fiscalidad	17,9	17,4	20,8	17,0	9,2	20,8
Morosidad	13,9	13,4	22,8	5,3	-6,3	23,2
Disponibilidad financiación	13,5	14,7	29,5	7,0	6,9	14,0
Eficiencia en mercado laboral	7,6	7,0	7,6	3,5	3,4	11,6
Adecuación capital humano	1,1	5,1	-4,4	-4,0	-5,0	5,6
Costes de factores	-5,2	13,1	-8,3	-6,0	-6,2	-11,9
Infraestructuras	-11,6	-4,8	-7,7	-12,5	-6,6	-17,1
Insuficiencia equipamiento	-17,1	-4,0	-18,9	-21,8	-15,8	-20,6
Costes judiciales	-33,3	-38,8	-31,5	-38,0	-41,9	-25,8

FUENTES: *Global Competitiveness Report*, del World Economic Forum, e Instituto Nacional de Estadística (INE).

- a Los datos proceden del módulo sobre factores más problemáticos para hacer negocios del *Global Competitiveness Report*. Los entrevistados deben seleccionar, de una lista de factores, los cinco más problemáticos para hacer negocios en el país, y asociarles una puntuación que va desde 1 para el menos problemático hasta 5 para el más problemático. El índice corresponde a una media ponderada de las respuestas.
- b Los datos proceden del módulo de opinión sobre el entorno empresarial del indicador de confianza empresarial del INE. Representa la diferencia entre el porcentaje de las empresas que dan una importancia alta a esos factores y el de las que les dan una importancia baja.

 Descargar

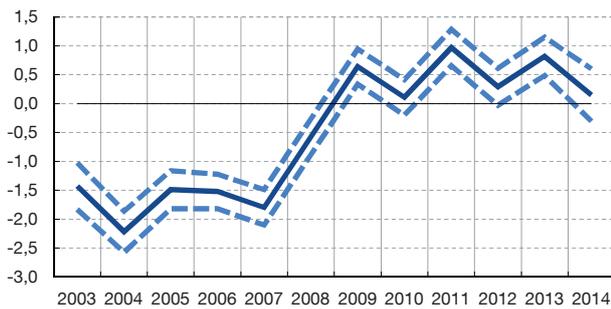
favorable<sup>12</sup>. Ello se ha reflejado en un aumento de la asociación positiva entre la obtención de préstamos por las empresas y su productividad (véase panel 1 del gráfico 4.5). Por tanto, la evolución reciente de los flujos de crédito apunta a una cierta reasignación de recursos entre empresas, de modo que estarían dirigiéndose en mayor medida hacia aquellas más productivas.

... al tiempo que distintas reformas acometidas han reducido las distorsiones que incentivaban la inversión en activos inmobiliarios en detrimento de otras actividades

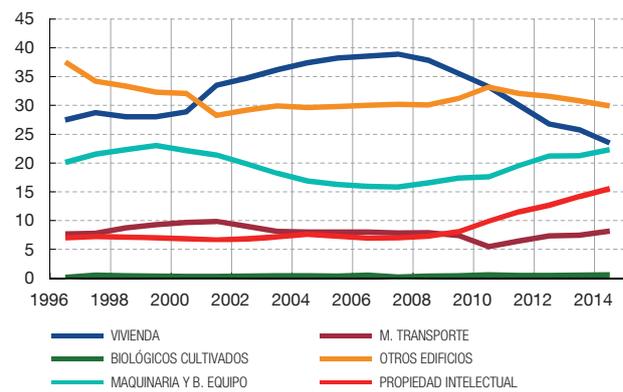
Asimismo, algunas reformas estructurales acometidas a lo largo de los últimos años deberían contribuir a reducir las distorsiones que incentivaban la inversión en activos inmobiliarios en detrimento de inversiones alternativas en proyectos con rentabilidades esperadas potencialmente más elevadas pero que cuentan con menores garantías. Concretamente, tanto los cambios recientes en la regulación financiera como la batería de medidas fiscales y regulatorias en el ámbito de la vivienda y el mercado de alquiler deberían haber contribuido a limitar

12 Para más información, véase recuadro 5.2 del *Informe Anual* del Banco de España de 2014.

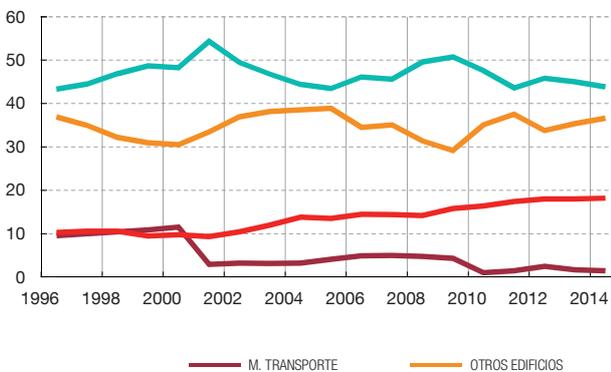
1 RELACIÓN ENTRE PRODUCTIVIDAD Y ACEPTACIÓN DE CRÉDITOS EN EMPRESAS (a)



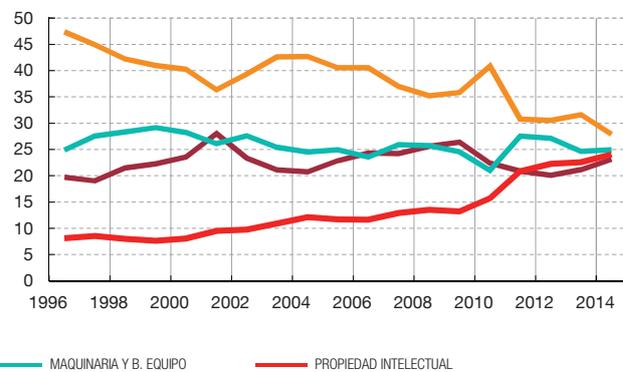
2 DESGLOSE DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL. TOTAL ECONOMÍA



3 DESGLOSE DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL EN LA INDUSTRIA



4 DESGLOSE DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL EN LOS SERVICIOS



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Coeficiente de una regresión de concesión de crédito y PTF empresarial condicionado a tamaño, edad, gastos financieros, volumen de activo y sector de actividad de la empresa. Un coeficiente negativo (positivo) significa una correlación negativa (positiva) entre productividad y aceptación de crédito. Las líneas punteadas se refieren a los intervalos de confianza de la estimación.

una excesiva concentración del crédito en activos inmobiliarios<sup>13</sup>. Asimismo, una evaluación preliminar de las reformas recientes en el ámbito de los concursos de acreedores sugiere que estas habrían redundando en una mayor eficiencia de estos procedimientos (véase recuadro 4.3). Ello debería favorecer un mayor uso de los concursos empresariales y, por tanto, promover un incremento del peso de la financiación de proyectos con un mayor retorno potencial y un nivel de riesgo más elevado. En efecto, existe evidencia de que las ineficiencias que presentaban los concursos empresariales como mecanismo para reestructurar deudas en comparación con las ejecuciones hipotecarias sesgaban, en el pasado, la concesión de créditos hacia proyectos que contaban con garantías inmobiliarias.

En este sentido, la evolución durante los últimos años evidencia cambios importantes en la composición de los flujos de inversión de las empresas, que seguramente también obedecen a factores cíclicos, siendo difícil valorar el papel que han podido tener hasta ahora las reformas recientes. Así, el peso de la vivienda en el conjunto de la formación bruta de capital se ha reducido en unos 15 pp desde 2008, mientras que ha aumentado el de la formación bruta en bienes de equipo y la adquisición de propiedad intelectual (véase panel 2 del gráfico 4.5).

13 J. S. Mora-Sanguinetti y M. Rubio (2014), «Recent Reforms in Spanish Housing Markets: An Evaluation using a DSGE Model», *Economic Modelling*, vol. 44.

## POSICIÓN DE ESPAÑA Y COMPARATIVA INTERNACIONAL

	España		Reino Unido		Estados Unidos		Alemania		Francia		Italia	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016
Indicadores de facilidades para la realización de negocios (a)												
Indicador global	34	33	6	6	7	7	15	15	27	27	44	45
Apertura de una empresa	78	82	43	17	44	49	10	107	27	32	48	50
Manejo de permisos de construcción	97	101	23	23	33	33	13	13	39	40	79	86
Obtención de electricidad	78	74	16	15	42	44	3	3	22	20	58	59
Registro de propiedades	48	49	44	45	33	34	62	62	82	85	22	24
Obtención de crédito	52	59	17	19	2	2	24	28	71	79	90	97
Protección de los inversores minoritarios	44	29	4	4	32	35	46	49	27	29	33	36
Pago de impuestos	79	60	16	15	48	53	68	72	105	87	37	137
Comercio transfronterizo	1	1	36	38	33	34	34	35	1	1	1	1
Cumplimiento de contratos	39	39	26	33	21	21	11	12	12	14	24	111
Resolución de la insolvencia	23	25	12	13	4	5	3	3	22	24	21	23
Pro memoria												
Número de países encuestados	189											

FUENTE: Banco Mundial (<http://espanol.doingbusiness.org/>).

a Según estos indicadores, el país con las mejores prácticas se sitúa en la posición número 1 y, en la medida que lo hace peor, va situándose en posiciones más elevadas.

El incremento de la formación bruta en bienes de equipo parece ser el resultado de una reasignación sectorial tras la caída del peso de la construcción y los servicios inmobiliarios en el valor añadido agregado, ya que no existe evidencia de un aumento de la primera dentro de los sectores industrial y de servicios. Sin embargo, sí que existe un incremento continuo de la formación bruta en propiedad intelectual, que se acelera tras 2009, especialmente en el sector servicios (paneles 3 y 4 del gráfico 4.5).

#### 4.2 EL IMPACTO DE LAS REGULACIONES

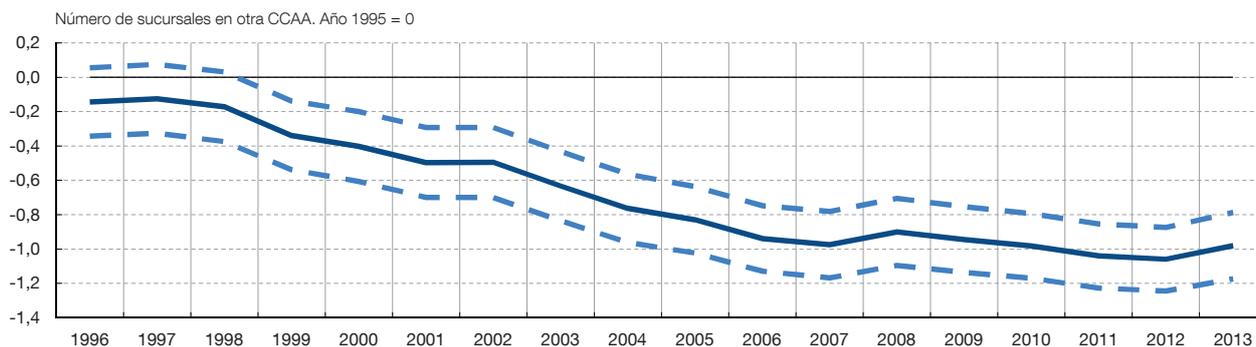
Aunque las barreras a la competencia han disminuido progresivamente, existen márgenes de mejora en las regulaciones de entrada, especialmente en el ámbito de las CCAA y CCLL

En cuanto a los trámites para la creación de una empresa, España ocupa una posición relativamente desfavorable en los *rankings* internacionales. Por ejemplo, según el indicador de *Doing Business* del Banco Mundial, está en la posición 82, bastante alejada del Reino Unido, Francia e Italia, aunque mejor que Alemania. Sin embargo, recientemente se están produciendo mejoras apreciables en este ámbito, fundamentalmente por la creación de ventanillas únicas y la posibilidad de usar declaraciones responsables frente a la exigencia previa de aprobar una licencia de actividad. En la actualidad son necesarios siete trámites, 14 días y un 5,2 % de los ingresos para crear una empresa, frente a los 10 %, 61 % y 15 %, respectivamente, que se necesitaban en 2010 (véase panel superior del cuadro 4.4).

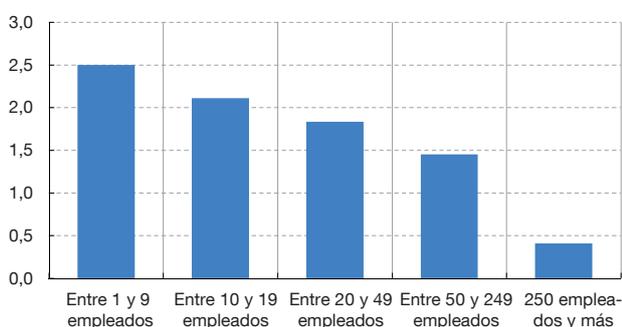
No obstante, a este respecto hay que tener en cuenta que todavía la creación de empresas está sujeta a una abundante normativa autonómica y municipal, un aspecto que no se recoge en el indicador anteriormente comentado. La información disponible a este respecto para 19 ciudades españolas confirma que existe una importante heterogeneidad territorial, lo que, en aras de facilitar la creación de empresas, justificaría una evaluación rigurosa de los diferentes instrumentos utilizados que ayude a identificar buenas prácticas en esta área de la política regulatoria<sup>14</sup>.

<sup>14</sup> Véase *Doing Business* en España, 2015 (<http://espanol.doingbusiness.org/reports/subnational-reports/spain>).

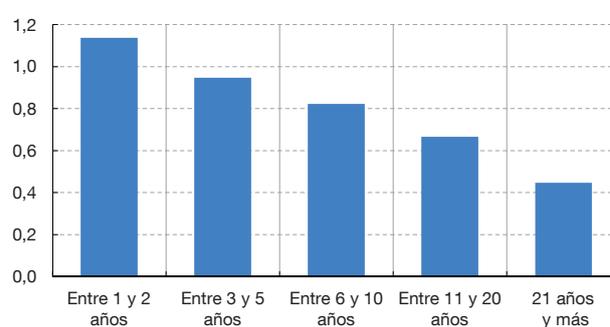
## 1 IMPLANTACIÓN EN OTRAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS CON RESPECTO A 1995 (a)



## 2 DISTORSIÓN MEDIA POR TAMAÑO DE LA EMPRESA (b)



## 3 DISTORSIÓN MEDIA POR EDAD DE LA EMPRESA (b)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Medida por el efecto de variables ficticias temporales en una regresión del número de sucursales en otras comunidades autónomas controlando, además, por tamaño, PIB de la región de origen y sector a dos dígitos de la empresa. Un coeficiente igual a  $-1$  ( $+1$ ) en un año determinado indicaría que, en media, las empresas españolas operaban en una comunidad autónoma menos (más) con respecto a lo que hicieron en 1995. Las líneas punteadas se refieren a los intervalos de confianza de la estimación.
- b Productividad marginal del capital por tamaño (edad) de la empresa relativa a una de igual tamaño (edad) americana. La productividad marginal se calcula según el modelo de Hsieh y Klenow. En este sentido, se considera el supuesto implícito de que en una economía sin distorsiones el coste marginal es el mismo para todas las empresas dentro de un mismo sector (a cuatro dígitos). Dado que todas las empresas maximizan sus beneficios igualando su producto marginal al coste marginal, en una economía sin fricciones todas las empresas deberían presentar el mismo producto marginal en equilibrio. De este modo, la diferencia entre el producto marginal de cada empresa respecto al producto marginal medio del sector se interpreta como una distorsión a la que se enfrenta la empresa al operar y que le impide alcanzar su escala óptima. Más concretamente, se considera el producto marginal de cada sector en Estados Unidos que se asume como la economía con menor incidencia de distorsiones.

Para favorecer el crecimiento de las empresas, también es necesario reducir las regulaciones contingentes al tamaño y aquellas que limitan la actividad en otros mercados geográficos...

A nivel estatal, existe un conjunto amplio de regulaciones contingentes al tamaño empresarial, que puede plantear desincentivos al crecimiento empresarial<sup>15</sup>. Del mismo modo, las CCAA han incrementado su capacidad normativa, de forma que la heterogeneidad en los trámites regionales necesarios para llevar a cabo proyectos de inversión no solo podría estar limitando la creación de empresas, sino también su posterior capacidad de desarrollo. En este sentido, parece que las empresas han ido reduciendo su implantación en CCAA distintas a la de la matriz, a pesar de que para muchas sociedades, especialmente en el sector servicios, la inversión directa es la única forma de aprovechar economías de escala (véase panel 1 del gráfico 4.6). Para corregir estas distorsiones, resulta crucial la implementación de la Ley de Garantía de la Unidad de Mercado, en particular, la de los

<sup>15</sup> Véase evidencia relativa al impacto de determinados umbrales regulatorios en la distribución por tamaños de empresas en el capítulo 3 del *Informe Anual* del Banco de España de 2014 y en Comisión Europea (2106), *Informe sobre España 2016, con un examen exhaustivo relativo a la prevención y la corrección de los desequilibrios macroeconómicos*. En este sentido, el arbitraje regulatorio fiscal y laboral afecta a la diferencia entre el número de empresas y el número de empresarios, con lo que el tamaño medio de las empresas medidas en términos jurídicos no tiene por qué coincidir con el tamaño medio de los recursos gestionados bajo una unidad de dirección.

denominados «comités sectoriales», que tienen como objetivo reducir y homogeneizar las regulaciones aplicables a los diferentes ámbitos.

... y reducir las distorsiones en los precios de los factores productivos que impiden un adecuado crecimiento de las empresas más productivas

Finalmente, la regulación económica puede favorecer a determinadas empresas que, con independencia de su productividad, pueden obtener ventajas de costes operativos que les permiten ganar una mayor cuota de mercado. En general, las empresas pequeñas y jóvenes se enfrentan a distorsiones mayores que las grandes, lo que les dificulta crecer hasta alcanzar su tamaño óptimo (véase panel 2 del gráfico 4.6). Esta circunstancia, a su vez, puede generar una inadecuada asignación de recursos, por un exceso de inversión de las empresas menos productivas, y una disminución de la producción agregada.

La naturaleza concreta de estas distorsiones es muy variada. Por ejemplo, en el terreno laboral, los convenios de empresa, las modificaciones sustanciales de las condiciones laborales o las inaplicaciones de convenio suelen ser utilizados casi exclusivamente por las empresas que cuentan con un cierto tamaño y antigüedad, lo que lleva a las empresas jóvenes y pequeñas a tener una menor flexibilidad de ajuste. Asimismo, la legislación relativa a los contratos públicos requiere la acreditación por parte de la empresa de un grado de solvencia que suele estar relacionado con su nivel de negocio o su patrimonio neto y con las obras efectuadas en los últimos años, por lo que empresas de reciente creación tienen mayores dificultades para lograr la concesión de una licitación, con independencia de su productividad. Del mismo modo, existen distorsiones en otros ámbitos, como el financiero, o los relativos al coste de la energía<sup>16</sup>. En este sentido, habría que asegurar que los objetivos buscados por este tipo de regulaciones que introducen una cierta discriminación empresarial sean compatibles con la competencia entre empresas ya establecidas y las de creación más reciente, y no planteen dificultades añadidas a las posibilidades de crecimiento empresarial.

España presenta una elevada tasa de recuperación de créditos, aun cuando la intensidad y la eficiencia de los concursos empresariales son insuficientes

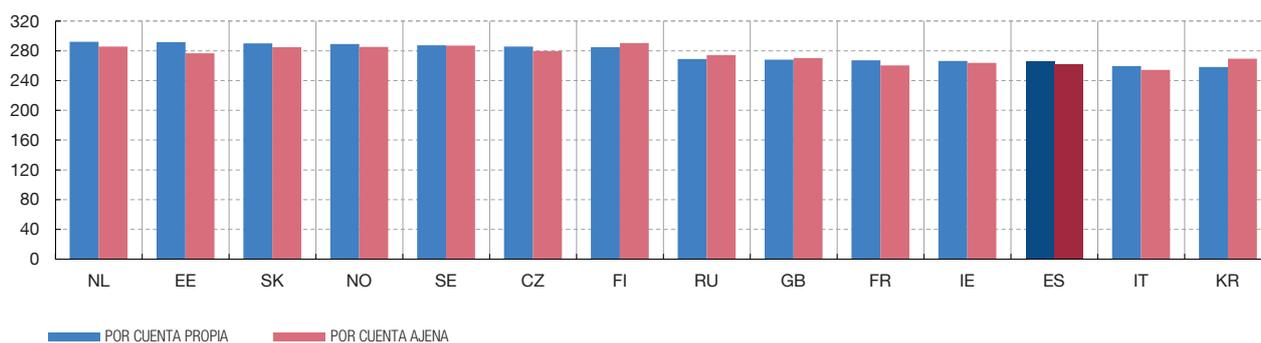
Finalmente, los procesos de reestructuración empresarial constituyen un factor relevante en la asignación de recursos productivos. En este caso, una variable que recibe atención prioritaria es el porcentaje de la deuda recuperada por los acreedores, bien sea a través de la liquidación de la empresa, bien a través de su reestructuración. Según *Doing Business*, en España, esta tasa de recuperación es del 71,2%, lo que coloca a nuestro país en una posición relativamente favorable en la clasificación (puesto 25) y muy cerca de la de Francia e Italia, si bien, en promedio, se necesitan 18 meses para completar esta operación.

La relativamente elevada tasa de recuperación del sistema español se debe a que muchos de los préstamos bancarios tienen garantía real, que se ejecuta cuando el crédito es impago, mientras que el uso de los concursos de acreedores para las empresas que requieren reestructurar su deuda es mucho menor<sup>17</sup>. Esta característica, como ya se ha comentado en el epígrafe anterior, afecta, más que a la tasa de destrucción, al requerimiento de colateral que las entidades financieras demandan y, en definitiva, al tipo de proyectos de inversión que reciben mayor financiación (véase el recuadro 4.3). Por tanto, es necesario seguir evaluando en qué medida los cambios introducidos en la regulación concursal incrementan el uso y eficiencia de los mecanismos de liquidación.

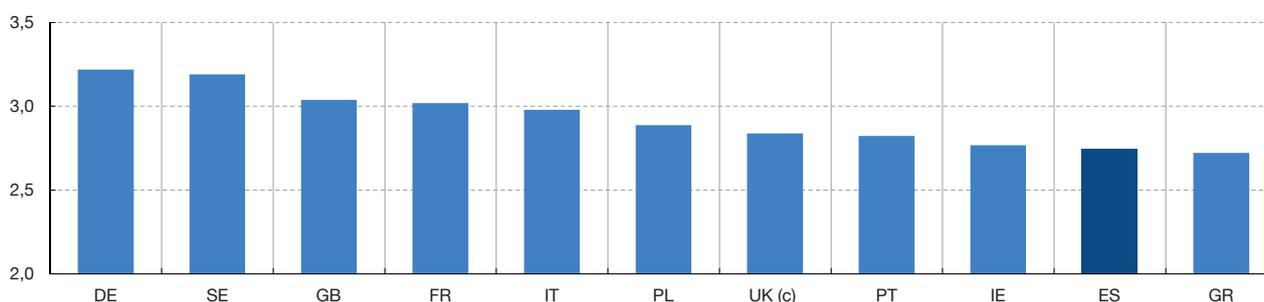
<sup>16</sup> Por ejemplo, en el ámbito financiero, las empresas de diferente tamaño pueden adoptar distintos tipos societarios que afectan al acceso a la financiación y a la responsabilidad según el capital social desembolsado. Asimismo, en el terreno energético, existen permisos de venta de electricidad autogenerada a partir de una cierta capacidad instalada y la posibilidad de cobrar el derecho a la interrupción de suministro en empresas de gran tamaño.

<sup>17</sup> Véanse M. Celentani, M. García-Posada y F. Gómez (2010), *The Spanish Business Bankruptcy Puzzle and the Crisis*, FEDEA Working Paper 2010-11, y M. García-Posada y J. S. Mora-Sanguinetti (2014), «Entrepreneurship and Enforcement Institutions: Disaggregated Evidence for Spain», *European Journal of Law and Economics*, vol. 40 (1), pp. 49-74.

1 CALIFICACIÓN DEL CONOCIMIENTO MATEMÁTICO DE LOS TRABAJADORES POR PAÍSES (a)



2 PUNTUACIÓN MEDIA DE LOS DIRECTIVOS DE EMPRESAS POR PAÍSES (b)



FUENTES: Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) y Banco de España.

- a Resultado del test matemático del Programa para la Evaluación Internacional de las Competencias de Adultos (PIAAC) de la OCDE.
- b El World Management Survey desarrolla un indicador a partir de encuestas a empresarios donde se les pregunta sobre prácticas de gestión empresarial y se hace una evaluación subjetiva de su situación. Concretamente, se valora la capacidad operativa (por ejemplo, se analiza la introducción de técnicas modernas o la adopción de buenas prácticas), la capacidad de evaluación (se destaca el procesamiento de la información y las evaluaciones continuas, entre otros aspectos), la capacidad de introducir objetivos (claridad de objetivos y horizontes temporales) y la capacidad de incentivar (cómo los incentivos tienen consecuencias). El cuestionario completo se puede encontrar en <http://worldmanagementsurvey.org/wp-content/images/2010/09/Overview-of-Management-Questions-Across-Sectors.pdf>.
- c Datos de Irlanda del Norte.

4.3 CAPACITACIONES PROFESIONALES, ACCESO A LA INNOVACIÓN Y PRODUCTIVIDAD

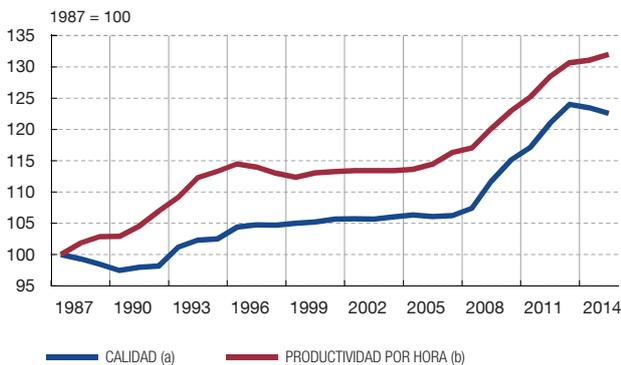
La mejora en habilidades cognitivas de los trabajadores y el uso de mejores prácticas empresariales incrementaría la productividad empresarial...

El epígrafe 3 destacaba la importancia del reducido nivel de productividad para explicar la dinámica empresarial en España. En este sentido, la capacitación profesional de trabajadores y empresarios y la inversión en desarrollo de innovaciones es fundamental para explicar diferencias de productividad a nivel de empresa<sup>18</sup>. Distintos indicadores muestran que la población en España registra cualificaciones profesionales inferiores a las de otros países de nuestro entorno. Estos indicadores se suelen construir a partir de los niveles educativos de la población adquiridos por diversas fuentes (sistema educativo reglado, cursos de formación profesional, de formación ocupacional y otros no reglados) y sus años y tipo de experiencia profesional. También son informativos los resultados de exámenes estandarizados para toda la población en edad de trabajar sobre habilidades cognitivas, numéricas y de comprensión lectora. En estos últimos<sup>19</sup>, España destaca como el país donde se alcanza una de las peores puntuaciones medias (252), solo por encima de Italia (250), y muy por debajo de la media de la UE (271) o de la OCDE (273).

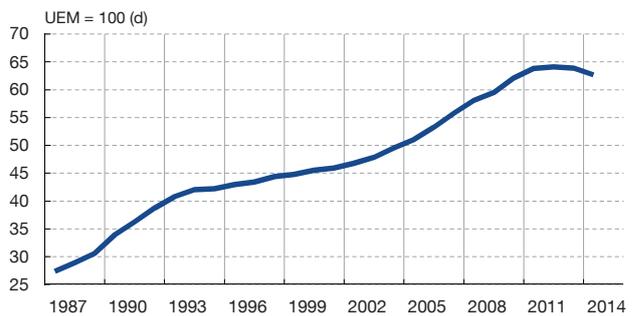
18 C. Syverson (2011), «What Determines Productivity?», *Journal of Economic Literature*, vol. 49 (2), pp. 326-365, destaca tres factores fundamentales para explicar los diferentes niveles de productividad empresarial: la capacitación de los trabajadores, la gestión empresarial y la capacidad de innovar.

19 La base de datos PIAAC ofrece una cuantificación homogénea para los países OCDE de habilidades cognitivas tanto numéricas como de comprensión lectora. La población objetivo de la encuesta son individuos, no hogares, y el muestreo fue efectuado con la ayuda del Instituto Nacional de Estadística.

1 ÍNDICES DE CALIDAD DEL CAPITAL HUMANO Y PRODUCTIVIDAD LABORAL



2 COMPARACIÓN DE LA RATIO ENTRE EL STOCK DE CAPITAL TECNOLÓGICO Y EL PIB DE ESPAÑA EN RELACIÓN CON LA UEM (c)



FUENTES: Comisión Europea y Banco de España.

- a Véase P. Cuadrado, A. Lacuesta y S. Puente (2008). El índice de calidad aproxima las diferencias de productividad entre trabajadores con diferentes características observables (educación, edad, etc.).
- b La productividad se calcula como la ratio entre el valor añadido y el empleo. Hasta 1994 el empleo se expresa en términos de empleo equivalente a tiempo completo y, desde ese año, en términos de horas trabajadas.
- c Stock de capital tecnológico calculado a partir de la acumulación del gasto en I+D, expresado en moneda corriente, según la metodología del inventario permanente.
- d El agregado UEM se refiere al conjunto de los 18 países integrantes del área del euro en 2014. Por tanto, incluye España, si bien Eslovenia solo desde 1990, y Chipre, Malta, Eslovaquia, Estonia y Letonia desde 1995.

 Descargar

Como se puede observar en el panel 1 del gráfico 4.7, en la mayoría de los países de la muestra los trabajadores por cuenta propia presentan niveles de habilidades cognitivas elevados, en relación con el conjunto de la población. Sin embargo, en España se mantienen a la cola de las habilidades cognitivas medias respecto a los demás países de la OCDE, solo por encima de Italia y de Corea.

Para gestionar una empresa no solo son necesarias habilidades cognitivas, sino también otras relativas a capacidades interactivas, estratégicas, operativas o de control. Los indicadores disponibles sobre gestión empresarial, que están positivamente correlacionados con medidas de productividad, rentabilidad y supervivencia empresariales, sitúan a España en una posición inferior a las de Alemania, el Reino Unido, Francia e Italia (véase panel 2 del gráfico 4.7). Entre las diferentes dimensiones que miden los anteriores indicadores, España aparece en una posición más desfavorable en relación con la política de incentivos empresariales, incluyendo los relativos a la identificación de objetivos, la evaluación y la retribución tras su consecución. Estos resultados pueden deberse a una menor formación de los cuadros directivos o a un menor grado de profesionalización de la gestión empresarial, en relación con los países de referencia, especialmente en las pequeñas y medianas empresas, y/o a un marco institucional que constriñe en mayor medida que en otros países la capacidad de organización y de gestión eficiente de los recursos productivos de las empresas.

... por lo que resulta necesario seguir aumentando el capital humano...

Los índices de calidad del factor trabajo, que recogen los cambios de composición del empleo en términos de nivel educativo y experiencia laboral, muestran que desde finales de los años ochenta del siglo pasado España ha experimentado un incremento considerable de la calidad de su fuerza laboral gracias principalmente a la sustitución de trabajadores que alcanzaban la jubilación con un nivel educativo bajo por generaciones jóvenes con mayor formación (véase gráfico 4.8). Esta mejora tiene un cierto patrón cíclico, siendo más pronunciada en los momentos de mayor destrucción de puestos de trabajo, al

concentrarse esta en los trabajadores temporales, con menores niveles educativos y experiencia laboral. Por el contrario, durante las expansiones, un gran número de parados se reincorporan al empleo. Dado que, en promedio, estos tienen una menor productividad, en parte por las pérdidas de aptitudes profesionales que se producen durante períodos largos de desempleo, su contribución positiva en términos de formación del cambio generacional de la fuerza laboral es menor, por lo que el índice agregado de calidad del factor trabajo crece en menor medida.

Por tanto, para conseguir una mejora más rápida de las habilidades cognitivas y empresariales de la población, no sería suficiente con actuar sobre el sistema educativo, sino que también es necesario incrementar las habilidades cognitivas de los trabajadores en desempleo, implementar un sistema eficaz de formación continua y reducir los costes de los servicios profesionales de apoyo a las empresas. En este sentido, para el desarrollo empresarial sería conveniente favorecer que los gestores de las empresas nuevas más productivas se puedan beneficiar de los conocimientos que puedan prestar profesionales en la gestión empresarial. Como se señala en el capítulo 1 de este Informe, la competencia en el ámbito más general de los servicios profesionales es reducida en comparación con los países de referencia dentro de la OCDE, lo que podría ser un indicador de dificultades de acceso a asesoría estratégica por parte de las pequeñas empresas.

... así como favorecer la inversión en capital tecnológico...

La crisis ha retardado el lento proceso de convergencia del *stock* de capital tecnológico sobre PIB de la economía española respecto a la UEM, que en 2014 seguía siendo un 37 % inferior al de la media de la UEM (véase gráfico 4.8). A lo largo de este capítulo, diferentes factores, como la financiación o la deficiente capacitación de empresarios y trabajadores, se han apuntado como factores relevantes para explicar este peor comportamiento, si bien existen muchos otros motivos relacionados con la propia estructura del sistema de innovación público-privada de nuestro país que deben ser revisados para favorecer este tipo de inversión (véase el informe de evaluación del sistema de innovación realizado por la Comisión Europea en 2014).

... y explotar sinergias entre gestión empresarial, disponibilidad de financiación y estabilidad laboral de los trabajadores

Asimismo, hay que tener en cuenta que la generación y la difusión de innovaciones requieren un contexto donde se potencien las sinergias entre los principales factores de producción, es decir, capital físico y humano y capacidad de gestión empresarial<sup>20</sup>. Como sugieren los resultados presentados en el cuadro 4.3, el acceso a la financiación y la estabilidad laboral de los trabajadores están asociados a mayores crecimientos de la productividad y del empleo. A este respecto, también se han observado efectos positivos de la existencia de convenios colectivos a nivel de empresa, en la medida en que estos facilitan la flexibilidad de la gestión empresarial<sup>21</sup>.

En consecuencia, para favorecer las innovaciones empresariales, aumentar el crecimiento de la productividad y fortalecer el tejido productivo de la economía española resulta necesario seguir abordando un conjunto de actuaciones complementarias en varios frentes. Entre estos destacan, por el carácter prioritario de sus necesidades de mejora, la regulación

20 L. Garicano y P. Heaton (2010), «Information Technology, Organization, and Productivity in the Public Sector: Evidence from Police Departments», *Journal of Labor Economics*, University of Chicago Press, vol. 28(1), pp. 167-201.

21 En este sentido, véanse L. Hospido y E. Moreno-Galbés (2015), *The Spanish Productivity Puzzle: in the Great Recession*, Documentos de Trabajo, n.º 1501, Banco de España; C. Guillamón, E. Moral-Benito y S. Puente (2016), *High growth in employment and productivity: Dynamic interactions, and the role of financial constraints*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación, y A. Cabrales, J. J. Dolado y R. Mora (2013), «Dualidad laboral y déficit de formación ocupacional: evidencia sobre España con datos de PIAAC», en *PIAAC*, volumen 2: Análisis secundario, Ministerio de Educación, Cultura y Deporte.

de la competencia en el mercado de bienes y servicios, la disponibilidad y la eficiencia de la financiación empresarial y una ampliación de la flexibilidad empresarial compatible con un aumento de la estabilidad laboral de los trabajadores.

## 5 Conclusiones

En España, la dinámica empresarial presenta algunos rasgos comunes con la de otros países de nuestro entorno, si bien muestra también algunas peculiaridades...

La evidencia disponible muestra que tanto la creación como la destrucción de empresas en España parecen producirse de forma similar a lo que se observa en otros países, una vez que se tienen en cuenta los efectos del ciclo económico. No obstante, el deterioro de las perspectivas de rentabilidad empresarial y el endurecimiento de las condiciones de financiación que se produjeron como consecuencia de la crisis habrían motivado que, durante los últimos años, la creación de nuevas empresas se haya mantenido en niveles relativamente bajos.

Las características de las empresas españolas de nueva creación son, en algunos aspectos, distintas a las de otros países, en particular, en lo que respecta a su tamaño, su nivel inicial de productividad y su tasa de supervivencia, que parecen ser menores que los de otros países de nuestro entorno. No obstante, durante los años más recientes, la productividad de las empresas de nueva creación en relación con las existentes ha mejorado. Asimismo, se observa que las ganancias en productividad son un determinante relevante del crecimiento empresarial, mientras que el mayor tamaño, por sí mismo, no tiene por qué resultar en mejoras de productividad.

Los rasgos anteriores dan lugar a una distribución de empresas en España relativamente sesgada hacia las empresas de menor tamaño y a un diferencial negativo de productividad respecto a los competidores europeos con similares características. Este diferencial es generalizado por tamaño de la empresa, aunque es superior para las más pequeñas, segmento donde se concentran las compañías de nueva creación.

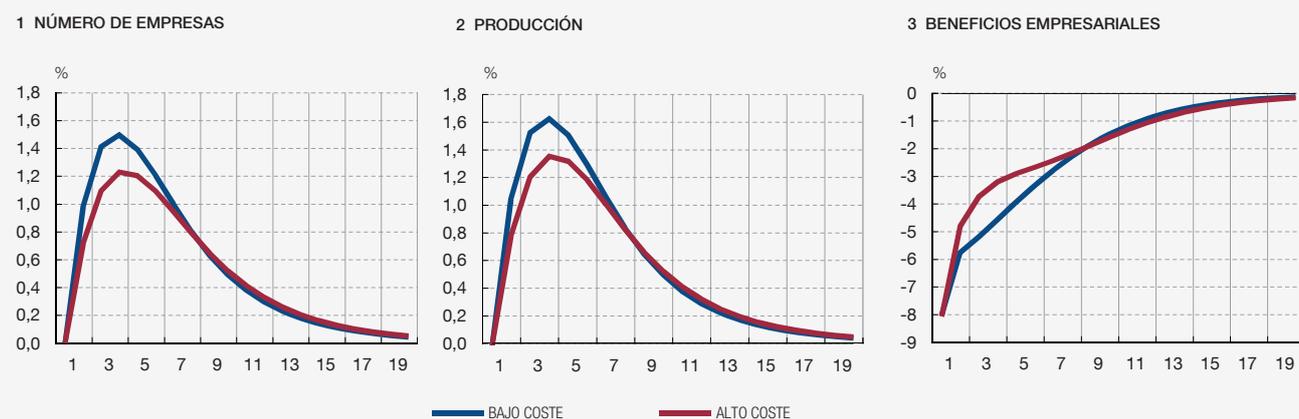
... que ponen de relieve la necesidad de aliviar fricciones e ineficiencias en diversos ámbitos y favorecer mejoras genuinas en los niveles medios de productividad empresarial

La reducida correlación entre productividad y crecimiento empresarial en España puede estar motivada por diferentes factores de diversa índole (económica, financiera, institucional, regulatoria, etc.). En cualquier caso, las diferentes simulaciones y los análisis empíricos presentados en este capítulo muestran que una eventual eliminación de las barreras que limitan la eficiente asignación de recursos no es suficiente para asegurar incrementos sostenidos en la capacidad de crecimiento. Esto último requiere, además, de impulsos genuinos de la productividad empresarial a través de mejoras en la calidad de los factores de producción (capital humano de los trabajadores, gestión empresarial y capital tecnológico).

En este recuadro se ilustran los canales por los que la demografía empresarial impacta en la dinámica de las principales variables macroeconómicas. Para ello, se realizan diversos ejercicios de simulación mediante un modelo de equilibrio general en el que los agentes deciden óptimamente crear una empresa, aumentar o disminuir su tamaño o liquidar los activos y dejar de producir. En particular, en el modelo, tanto la creación de empresas como la variación en la escala de producción son decisiones del empresario que requieren el desembolso de una cantidad de fondos no recuperables. Estos costes de entrada y ajuste hacen que las nuevas empresas inicien su actividad con un tamaño y una productividad inferiores a la media, y que solo con el paso del tiempo decidan aumentarlas. El modelo pretende, a su vez, ofrecer una cuantificación realista del impacto agregado de cambios en los parámetros de política económica que afectan a las decisiones empresariales, ya que está calibrado para reproducir tanto las ratios agregadas de la economía española como los hechos estilizados más relevantes de su demografía empresarial.

En primer lugar, desde una perspectiva cíclica, la respuesta de una economía ante distintas perturbaciones viene determinada, en gran medida, por su dinámica empresarial. Esta, a su vez, depende de múltiples factores, como son los costes de creación y crecimiento empresarial, las fricciones que afectan a la liquidación de activos o los costes (fijos y variables) necesarios para mantener distintas escalas de producción y niveles de tecnología. Para mostrar su importancia, el panel 1 del gráfico 1 recoge el impacto del factor más comúnmente analizado en la literatura, el coste de establecer una empresa. En particular, se puede ver como la respuesta de la economía ante un aumento temporal de la tecnología es mayor cuanto menores son los costes de crear una empresa. En este caso (línea azul en el gráfico), la mejora tecnológica hace rentables un mayor número de oportunidades de negocio y, por tanto, se crean más empresas. A su vez, esto aumenta el grado de competencia en el mercado, reduce los beneficios empresariales y permite mayores incrementos de la producción.

Gráfico 1  
AUMENTO TRANSITORIO DE LA PRODUCTIVIDAD EN ECONOMÍAS CON DISTINTO COSTE DE CREACIÓN DE EMPRESAS (a)



Cuadro 1  
IMPACTO DE CAMBIOS EN PARÁMETROS DE POLÍTICA ECONÓMICA (b)

	↑ 6 % Coste de entrada	↓ 27 % Coste de crecimiento	↑ 0,3 % Tecnología empresas pequeñas
PIB	1,00	1,00	1,00
Número de empresas	1,29	0,35	0,53
Pequeñas	1,43	0,08	0,53
Grandes	0,11	2,71	0,51
PTF	-0,12	0,31	0,23
Pequeñas	0,01	-0,09	0,29
Grandes	0,01	0,60	0,00

FUENTE: Banco de España.

- a Respuestas del modelo ante un aumento transitorio de la productividad bajo dos calibraciones alternativas de los costes de crear una empresa. En el escenario denominado «bajo coste» y recogido en las líneas azules del gráfico, los costes de crear una empresa son un 50 % inferiores a los del escenario denominado «alto coste», recogido en las líneas rojas del gráfico.
- b Cambios de largo plazo o estado estacionario del modelo ante un aumento permanente de los parámetros indicados en cada columna en la magnitud suficiente (también indicada) para que el PIB aumente en 1 %. Así, la primera columna muestra el efecto de largo plazo de aumentar los costes de entrada en un 6 %; la segunda, de aumentar los costes de crecimiento en un 27 %, y la tercera, de aumentar la productividad de las empresas pequeñas en un 0,3 %.

En segundo lugar, el cuadro 1 muestra la reacción de las principales variables macroeconómicas en el largo plazo ante cambios tanto en los costes de entrada como en los costes de ajuste. El cuadro adjunto compara el efecto de cambios en ambos parámetros con el impacto derivado de una mejora de la tecnología de las empresas pequeñas. Para facilitar la comparación de los tres escenarios, se calibran los ejercicios con el fin de que el impacto sobre el PIB sea de la misma magnitud (un aumento de 1 %). Así, en el caso de una reducción de los costes de entrada (véase la primera columna del cuadro), la menor inversión necesaria para iniciar la actividad empresarial aumenta el conjunto de las oportunidades de negocio potencialmente rentables, muchas de las cuales se acaban convirtiendo en nuevas empresas en un período reducido de tiempo. A su vez, el mayor número de empresas genera un aumento del empleo y la producción, lo que permite a los trabajadores negociar unos mejores salarios. El aumento en la renta disponible permite a los agentes dedicar mayores recursos al consumo y a la inversión y, por lo tanto, disfrutar de un mayor nivel de bienestar. Sin embargo, hay que tener en cuenta que estos efectos agregados suelen ir acompañados de efectos composición relevantes. Concretamente, como las empresas nuevas son mayoritariamente pequeñas, el aumento del número de empresas se concentra en este grupo, lo que lleva a una reducción de la productividad promedio en la economía<sup>1</sup>.

Una reducción de costes relacionados con el aumento de la escala de producción (véase la segunda columna del cuadro) también produce un crecimiento del PIB a largo plazo. Resulta interesante señalar que para alcanzar un incremento del PIB de un 1 % se requeriría una reducción mucho mayor de los costes de ajuste (-27 %) que de los costes de entrada (-6 %). Por otro lado, y a diferencia de lo que ocurría con los costes de entrada, cuando la

reducción de costes se centra en aquellos relacionados con el aumento de la escala de producción, el crecimiento del PIB viene acompañado de un aumento de la productividad agregada de forma directa. Concretamente, un menor coste de ajuste facilita el crecimiento de aquellas empresas pequeñas que cuentan con proyectos con mayor productividad esperada, que ahora encuentran beneficioso invertir en un aumento de tamaño y de tecnología general. De este modo, se incrementa el número de empresas grandes y su productividad media. Lo contrario sucede en el grupo de pequeñas empresas, ya que su composición en términos de productividad se ve perjudicada. A su vez, la mayor probabilidad de aumentar de tamaño mejora la rentabilidad esperada de establecer una empresa nueva, por lo que el flujo de entrada mejora, aunque no tanto como en el primer caso. En definitiva, se genera un aumento de la producción, el empleo y el consumo, que se traduce en mejoras de bienestar importantes a largo plazo.

Finalmente, se pueden comparar estos efectos con los que produciría un aumento de la productividad media de las empresas de menor tamaño (véase la última columna del cuadro). Como consecuencia de este cambio, algunas de las empresas pequeñas decidirán invertir e incrementar su tamaño. Asimismo, la mejora tecnológica genera unas mejores perspectivas de negocio para las nuevas entrantes, con lo que se aumenta el número de empresas en la economía. En definitiva, estos canales provocan que un incremento pequeño de la PTF de las pequeñas de 0,3 % (y del agregado del 0,2 %) genere un efecto multiplicador en el PIB que finalmente aumenta un 1 %. En términos relativos, aunque resulta difícil comparar las escalas de los distintos instrumentos de política económica, sobre todo en términos de los costes que no tienen una contrapartida real cuantificable, esta última medida parece ser especialmente efectiva. Entre las otras medidas consideradas, la reducción de costes de entrada genera efectos más apreciables en el PIB y en el grado de competencia, mientras que la reducción de costes de ajuste, además, genera un incremento en la productividad.

1 El modelo no está equipado para que ante un incremento de la competencia se incrementen los incentivos de las demás empresas a diferenciarse y por tanto a invertir en tecnología.

Con carácter general, las pymes tienen mayores dificultades de acceso a la financiación que las compañías de mayor dimensión, dada la menor calidad y cantidad de información disponible sobre su situación financiera («asimetrías de información»). Estas dificultades son incluso más acusadas en las compañías de nueva creación, ya que no disponen de un historial crediticio, o en las que desarrollan su actividad en negocios innovadores cuya evolución futura es más incierta. Además, como la reciente crisis económica y financiera ha puesto de manifiesto, estas fricciones se acentúan en períodos de incertidumbre, en los que se hace más complejo evaluar los perfiles de riesgo.

Con el propósito de atenuar estos fallos de mercado, se han desarrollado diversos esquemas de apoyo público a la financiación de las pymes. Como se ilustra en el gráfico 1, en España existen distintas instituciones financieras, mayoritariamente de naturaleza pública, que apoyan la financiación a pymes ya sea a través de préstamos, aportación de recursos propios o avales.

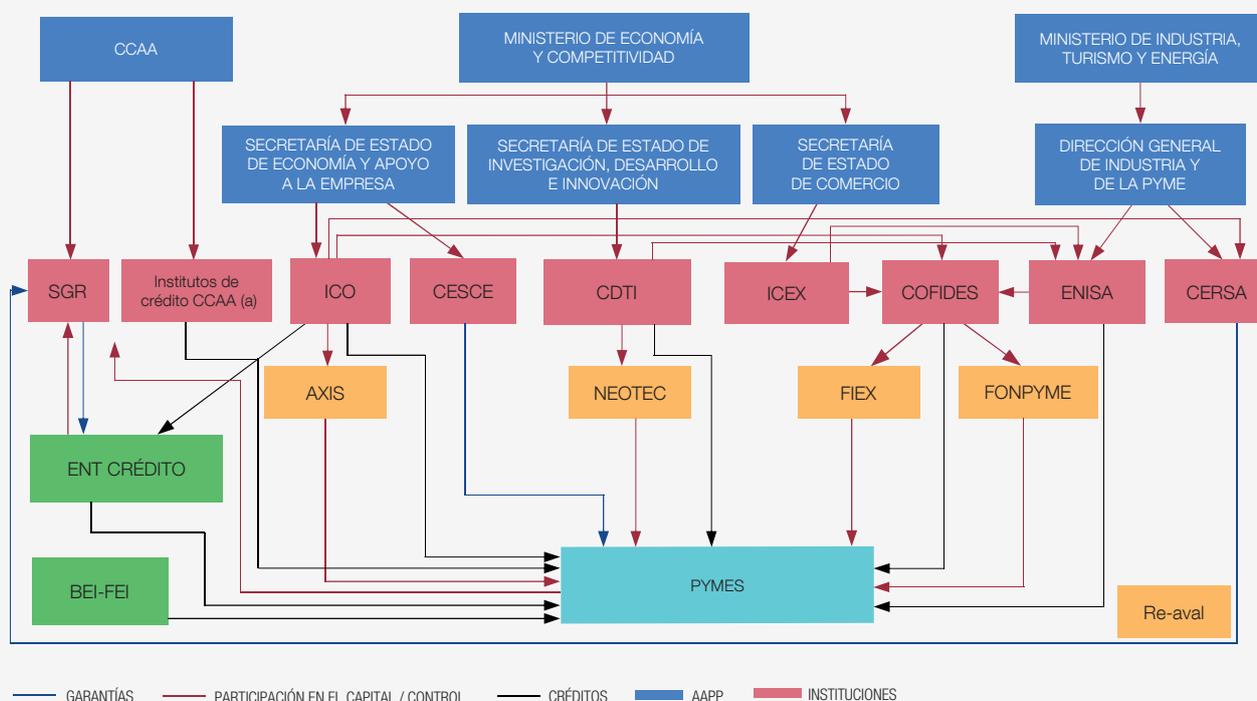
En términos cuantitativos los principales apoyos a las pymes son los que realiza el Instituto de Crédito Oficial (ICO), que cuenta con programas de financiación como las denominadas «líneas de mediación», que son créditos que estudian y conceden las entidades de crédito (EC) y en los que el papel del ICO es el de aportar la li-

quidez<sup>1</sup>. Como se observa en el cuadro 1, durante la última crisis, estas líneas ICO supusieron un apoyo relevante para la financiación de las pymes, si bien, a lo largo de 2015 se redujeron significativamente los importes de las nuevas operaciones (hasta los 9,7 mm anuales), en un contexto de mejora de las condiciones de acceso de las entidades de crédito a la financiación, tras la puesta en marcha de las operaciones de financiación a largo plazo con objetivo específico del Eurosistema. Además, el ICO también ofrece apoyo financiero mediante la compra de acciones y préstamos participativos a través de sus fondos de capital riesgo, si bien en cifras mucho más reducidas que las líneas mencionadas. Varias Comunidades Autónomas (como Cataluña, Valencia, Murcia y País Vasco) disponen de instituciones públicas, financieras o empresariales cuyo objetivo y actividad son similares a los del ICO, si bien las cifras de financiación concedida son más modestas.

Por otra parte, el Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI) es una entidad pública empresarial cuya actuación

1 El riesgo de insolvencia de la operación lo asume la entidad de crédito privada. Excepcionalmente, durante 2010 y 2011 el ICO concedió financiación directa a las pymes y autónomos a través del denominado «programa ICO-Directo», asumiendo en este caso la totalidad del riesgo de crédito.

Gráfico 1  
ESQUEMAS DE APOYO FINANCIERO A LAS EMPRESAS EN ESPAÑA



FUENTE: Banco de España.

NOTA: Las flechas indican la dirección de la financiación, ya sea de préstamo, de adquisición de acciones o de aval.

a Diversas comunidades autónomas disponen de institutos de crédito para financiación de empresas preferentemente radicadas en su comunidad [Institut Català de Finances (ICF), Institut Valencià de Finances (IVF), e Instituto de Crédito y Finanzas de la Región de Murcia (ICREF)].

principal consiste en evaluar y financiar proyectos de investigación, habitualmente de pymes, con un contenido tecnológico elevado. Los instrumentos financieros más habituales son los préstamos<sup>2</sup>, si bien también aporta recursos propios a las empresas a través de varios fondos de capital riesgo. Como muestra el cuadro 1, el CDTI ha comprometido en 2015 nueva financiación directa por un total de 1 mm de euros.

La Compañía Española de Financiación del Desarrollo (COFIDES) y la Empresa Nacional de Innovación, SA (ENISA), son dos sociedades mercantiles participadas mayoritariamente por el Estado

2 A través de los denominados «proyectos de investigación y desarrollo» (PID).

—la primera dependiente del Ministerio de Economía y la segunda del Ministerio de Industria—, cuyos objetivos son la financiación a medio y largo plazo. En el caso de COFIDES, la financiación va dirigida a proyectos de inversión en el exterior realizados por empresas españolas (preferentemente a través de capital riesgo); en el de ENISA, la financiación se destina a pymes para proyectos cuyo desarrollo incorpore la innovación como factor estratégico, mayoritariamente por medio de préstamos participativos. Las cuantías de financiación para el conjunto de los instrumentos son muy moderadas.

Las sociedades de garantía recíproca (SGR), que son entidades financieras con capital mixto (procedente de las CCAA, las EC y las propias pymes), conceden avales que cubren, parcialmente al

**Cuadro 1**  
**PROGRAMAS DE AYUDA FINANCIERA A PYMES. NUEVAS OPERACIONES**

	2012		2013		2014		2015	
	Importe (m de €)	N.º de operaciones						
<b>Préstamos y acciones</b>								
ICO	11.555,1	162.090	13.940,8	190.175	21.485,3	298.814	9.876,5	166.010
Préstamo	11.510,9	162.075	13.884,3	190.168	21.468,9	298.799	9.671,0	165.998
Capital riesgo	44,2	15	56,5	7	16,4	15	205,5	12
CDTI	1.082,1	689	837,1	1.303	858,1	1.400	1.020,5	1.402
Préstamo	1.077,0	687	833,2	1.299	843,0	1.391	1.020,5	1.402
Capital riesgo	5,1	2	3,9	4	15,1	9	n. d.	n. d.
COFIDES	227,4	44	221,6	57	244,9	56	n. d.	n. d.
Préstamo	31,0	27	36,6	31	29,1	27	n. d.	n. d.
Capital riesgo	196,4	17	185,0	26	215,8	29	n. d.	n. d.
ENISA	100,5	643	84,1	638	66,2	558	90,5	704
Préstamo	98,4	637	83,3	636	65,9	556	90,3	700
Capital riesgo	2,2	6	0,8	2	0,3	2	0,2	4
<b>Garantías y aseguramientos</b>								
SGR (a)	753,4	7.726	664,6	7.382	739,6	8.770	819,7	9.752
CERSA (b)	298,7	n. d.	322,4	n. d.	353,5	n. d.	n. d.	n. d.
CESCE (c)	164,9	n. d.	169,2	n. d.	151,3	n. d.	n. d.	n. d.
<b>TOTAL</b>	<b>14.182,2</b>		<b>16.239,8</b>		<b>23.898,9</b>			
	Importe (m de €)	N.º empresas / N.º emisiones	Importe (m de €)	N.º empresas / N.º emisiones	Importe (m de €)	N.º empresas / N.º emisiones	Importe (m de €)	N.º empresas / N.º emisiones
<b>Mercados alternativos</b>								
Colocaciones	42,9		97,8		698,4		569,0	
MAB	42,9	13	47,8	15	129,0	17	78,5	11
MARF	–	–	50,0	1	569,4	12	490,5	10
Plataformas de financiación participativa							0,5	2

FUENTES: ICO, CDTI, COFIDES, CESCE, ENISA, CERSA, BME y Banco de España.  
NOTA: n. d. significa «dato no disponible».

- a Avales formalizados por «créditos y otros aplazamientos».  
b Importe reavalado.  
c Pólizas de seguro de riesgo de crédito.

menos, los riesgos implícitos en las operaciones de préstamo<sup>3</sup>. Se caracterizan por su marcado ámbito regional y sectorial, y su actividad suele estar vinculada a una comunidad autónoma. A lo largo de 2015 se concedieron 820 millones en avales, cifra que es superior a la de 2014 (740 millones). Una parte importante del riesgo asumido por las SGR suele ser transferido a la Compañía Española de Reafianzamiento, SA (CERSA).

En el ámbito del aseguramiento también participa la Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación (CESCE), una empresa de capital mayoritariamente público y con participación de las principales entidades de crédito y de seguros españolas. Tradicionalmente, en su actividad principal como compañía de seguros ha gestionado el riesgo de crédito a la exportación por cuenta del Estado. El volumen de pólizas de seguro (primas) para crédito a la exportación ha oscilado en el rango anual de 150 millones a 170 millones de euros durante los últimos años.

En el ámbito europeo, en enero de 2015, el Banco Europeo de Inversiones (BEI) y el Fondo Europeo de Inversiones (FEI) lanzaron una línea de préstamo específica dirigida a pymes y autónomos para proyectos de inversión que se materializan en España (Iniciativa pyme-garantía FEI), en la que asumen el 50% del riesgo de crédito del prestatario (el resto lo mantiene la EC prestamista). La aportación pública presupuestada para esta iniciativa fue de 800 millones de euros.

Finalmente, también existen mecanismos de apoyo público a la inversión en empresas de nueva creación o aquellas que cotizan en un mercado alternativo (como el mercado alternativo bursátil de acciones, MAB; o el mercado alternativo de renta fija, MARF) o,

3 Desde un punto de vista operativo, la provisión de garantías se puede realizar para distintos fines. Así, puede otorgarse el aval para la concesión de un crédito o préstamo bancario, pero también para garantizar el cobro de las ventas nacionales o exteriores. Una operativa tradicional consiste en ofrecer una garantía a aquellas entidades financieras que adelantan el cobro de las facturas de exportación.

más recientemente, las plataformas de financiación participativa<sup>4</sup>, a través de incentivos en el IRPF y otras medidas<sup>5</sup>. Como se observa en la parte inferior del cuadro 1, la financiación obtenida hasta ahora por las empresas a través de estas vías ha sido reducida (por debajo de los 600 millones de euros en 2015).

En resumen, en España existe una amplia variedad de instituciones, principalmente de naturaleza pública, que ofrecen distintos mecanismos de apoyo a la financiación de las pymes. En un contexto de necesidad de consolidación de las finanzas públicas, el importe de los recursos destinados a estos programas es necesariamente limitado. En este sentido, resulta especialmente relevante llevar a cabo estudios de coste-beneficio y utilizar los resultados obtenidos para optimizar el uso de los distintos instrumentos disponibles, limitando su ámbito de aplicación a aquellas situaciones en las que, efectivamente, se produzcan fallos apreciables en la operativa del mercado financiero. Asimismo, podría resultar adecuada una simplificación del marco actual, caracterizado, como se ha visto, por un elevado número de instituciones con fines similares.

4 En abril de 2015 se regularon las Plataformas de Financiación Participativa (PFP), denominadas en inglés «crowdfunding», que constituyen un mecanismo de canalización directa del ahorro a la inversión productiva complementario al que actúa a través de las bolsas o de los sistemas bancarios. En particular, en octubre de 2015, la CNMV autorizó la primera (y de momento única) PFP de acciones, que se denomina Bolsa Social.

5 En el terreno tributario, algunas CCAA y el Estado han introducido diversos incentivos a la compra de acciones de empresas de nueva creación o en aquellas que cotizan en los mercados alternativos de acciones, siempre que se cumplan determinados requisitos de mantenimiento de la inversión y de tamaño de la empresa. En el ámbito mercantil, para impulsar el MARF se han realizado cambios normativos que afectan tanto a los emisores como a los inversores de renta fija. Para los primeros, se ha eliminado el límite al apalancamiento a través de bonos de las sociedades anónimas y, para los inversores, se ha modificado la normativa de seguros privados y fondos de pensiones para que la adquisición de valores cotizados en este tipo de mercados de renta fija sea apta para la cobertura de provisiones técnicas en el caso de los seguros.

Los concursos de acreedores, si se encuentran bien diseñados, pueden actuar como un mecanismo eficiente para la reestructuración de las deudas de empresas con dificultades financieras. No obstante, en España el sistema concursal ha estado caracterizado tradicionalmente por procedimientos largos y costosos<sup>1</sup>, terminando en la liquidación de la empresa concursada en alrededor del 95 % de los casos<sup>2</sup>. Estas disfuncionalidades quedaron en evidencia con el fuerte aumento de los concursos de acreedores durante la crisis, que congestionó los Juzgados de lo Mercantil.

Con la finalidad de resolver estos y otros problemas, la Ley Concursal ha sido reformada múltiples veces en el período de 2009 a 2015<sup>3</sup>. Así, en el terreno de la insolvencia de sociedades no financieras, entre otras medidas, se ha aumentado el ámbito de aplicación de los concursos abreviados, que son procedimientos más ágiles y baratos, se han promovido las propuestas anticipadas de convenio, se ha reformado la figura de la administración concursal, se han potenciado los acuerdos de refinanciación como vía alternativa al concurso, se ha mejorado el régimen legal de los convenios y se ha facilitado la venta de la empresa como unidad de negocio. En el ámbito de las personas físicas (consumidores y empresarios autónomos), se ha introducido el acuerdo extrajudicial de pagos, que es un procedimiento de mediación preconcursal, y se ha articulado un mecanismo de segunda oportunidad a través del cual el deudor puede liberarse, bajo ciertas circunstancias, de parte de las deudas pendientes.

En este recuadro se presenta una primera valoración de los efectos de las cuatro reformas del marco jurídico de la insolvencia de sociedades no financieras<sup>4</sup>. No se evalúan las reformas que afectan a los concursos de personas físicas debido a que no se dispone de la información necesaria para la realización del análisis. En el análisis que se presenta a continuación, se utilizan datos sobre concursos procedentes de los Registros Mercantiles que recibe la Central de Balances del Banco de España, así como información sobre los balances de las empresas concursadas obtenidos también de la misma fuente. La metodología utilizada es la estimación de modelos de duración y modelos de probabilidad lineal<sup>5</sup>, explotando información diaria sobre las fechas de aprobación de convenio, de inicio de la liquidación y de finalización de los concursos para estimar el impacto de las reformas en cortas ventanas de tiempo (tres meses) antes y después de la entrada de vigor de las reformas. Por otro lado, con el objetivo de tener en cuenta el efecto de otros factores sobre la probabilidad de aprobación de un convenio y la duración de los concursos, se incluyen una serie de características de las empresas concursadas (tamaño, edad, rentabilidad, endeudamiento, sector, etc.), así como algunas de la provincia en la que tienen la sede social (tasa de paro y tasa de concursos).

Los resultados, que se resumen en el cuadro 1, muestran evidencia de que algunas de las reformas analizadas habrían tenido un impacto reseñable en la probabilidad de alcanzar un convenio y en la duración de los concursos. Así, la reforma de 2012<sup>6</sup> habría in-

- 1 E. Van Hemmen (2007-2014), *Estadística concursal. Anuario 2006. Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España*, Madrid (y ediciones posteriores), y Consejo General del Poder Judicial (2007-2015), *La justicia dato a dato: año 2014* (y ediciones posteriores).
- 2 M. Celentani, M. García-Posada y F. Gómez (2010), *The Spanish Business Bankruptcy Puzzle and the Crisis*, FEDEA Working Paper 2010-11. Banco de España (2014), *Informe Anual, 2013*.
- 3 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, Real Decreto-ley 11/2014, Ley 9/2015 y la Ley 25/2015.

- 4 Véase M. García Posada y R. Vegas (2016), *Las reformas de la Ley Concursal durante la Gran Recesión*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.
- 5 En análisis de robustez se han usado modelos *probit*, obteniendo resultados muy similares.
- 6 Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal. La mayoría de las reformas entraron en vigor el 1 de enero de 2012, si bien se establecieron algunas salvedades que entraron en vigor al día siguiente de su publicación en el BOE (11 de octubre de 2011).

**Cuadro 1**  
**IMPACTO MARGINAL (%) SOBRE LA PROBABILIDAD DE ALCANZAR UN CONVENIO Y SOBRE LA DURACIÓN DEL CONCURSO**

	1	2	3
Variable dependiente	Prob. convenio (a)	Prob. convenio (a)	Duración (b)
Reforma 2012	5,109**	12,305***	
Reforma 2012 * Inmovilizado material		-0,216***	
Reforma marzo de 2014			-17,4**

FUENTE: Banco de España.

NOTA: \*, \*\*, \*\*\* indican un coeficiente de correlación significativamente distinto de cero al nivel de confianza del 10 %, 5 % y 1 %, respectivamente.

- a Resultados a partir de un modelo de probabilidad lineal con 678 concursos declarados entre el 1 de octubre de 2011 y el 1 de abril de 2012. Las estimaciones incluyen, como controles, la edad de la empresa y el número de empleados (ambos en logaritmos), el ROA, el porcentaje de inmovilizado material sobre el total de activo, la ratio de endeudamiento (deuda sobre activo), la ratio de liquidez (pasivos corrientes sobre activo corriente), la ratio de cobertura de intereses, la tasa de paro y la tasa de concursos (concursos sobre total de empresas) de la provincia de la sede social de la empresa, 17 *dummies* sectoriales y 17 *dummies* provinciales.
- b Resultados a partir de un modelo de duración log-logístico estimado por máxima verosimilitud con 519 concursos declarados entre el 8 de diciembre de 2013 y el 8 de junio de 2014. Las estimaciones incluyen los controles enumerados en la nota a) y una *dummy* por «concursos exprés» (concursos que se desestiman porque el activo no es suficiente para pagar los costes del proceso).

crementado la probabilidad de convenio en, al menos, 5 puntos porcentuales (véase columna 1), lo que supone un impacto considerable si se tiene en cuenta que solo un 9 % de las empresas de la muestra obtuvieron convenios<sup>7</sup>. Esto sugiere que, gracias a la reforma, una mayor proporción de empresas se beneficiaron de una reestructuración de su deuda y no fueron liquidadas mediante la venta de sus activos, lo que, en muchas ocasiones, puede ser una opción subóptima. Por otra parte, este impacto sobre la probabilidad de convenio habría sido mayor en empresas con menor valor de liquidación (aproximado por el peso del inmovilizado material en el activo total; véase columna 2), lo que sugiere un aumento en la eficiencia *ex post*; esto es, en la probabilidad de reestructurar las empresas cuyo valor como unidad de negocio es mayor que su valor de liquidación y liquidar aquellas en las que ocurre lo contrario.

Estos efectos pueden deberse al cambio en el nombramiento y composición de los administradores concursales que se produjo con la reforma de 2012. Anteriormente, la regla general es que hubiera tres (un abogado; un auditor, economista o titulado mercantil, y un acreedor sin garantía real), todos ellos nombrados por el juez del concurso. Tras la reforma, la administración concursal pasó a estar integrada, generalmente, por un único miembro (salvo en concursos muy complejos, en los habría un segundo administrador, un acreedor grande sin garantía real). Ello pudo haber reducido los problemas de coordinación (p. ej., conflictos entre administradores) y probablemente supuso un ahorro de costes,

factores que facilitarían que se alcanzara un convenio. Además, la reforma buscó una mayor profesionalización del administrador concursal, lo que pudo llevar a una mayor capacidad para discernir entre empresas viables e inviables. Así, se endurecieron los requisitos, en términos de experiencia y formación específica, para acceder al cargo, y se permitió que personas jurídicas en las que se integraran, al menos, un abogado en ejercicio y un auditor, economista o titulado mercantil (p. ej., empresas de consultoría) pudieran ser nombradas administradores concursales.

Por otra parte, los resultados obtenidos indican que la reforma de marzo de 2014 habría reducido sustancialmente la duración de los concursos<sup>8</sup>. En concreto, su duración media habría disminuido en, al menos, un 17 % (véase columna 3). Este efecto puede deberse a que dicha reforma mejoró, en diversos aspectos, el marco legal de los acuerdos de refinanciación (el llamado «preconcurso de acreedores»). Si bien el número de empresas que logran un acuerdo de refinanciación con sus acreedores es muy reducido (entre 100 y 200 al año), se trata de compañías mucho más grandes que la mayoría de las que entran en concurso de acreedores; por ejemplo, en 2013, el activo medio de las que obtuvieron un acuerdo de refinanciación fue de 177 millones de euros, mientras que el activo medio de las concursadas fue de 6 millones<sup>9</sup>. Esto podría sugerir que, mediante el aumento del atractivo de los acuerdos de refinanciación como vía alternativa al concurso, la reforma de marzo de 2014 pudo liberar recursos de los Juzgados de lo Mercantil, reduciendo su congestión y, por tanto, disminuyendo la duración de los concursos de acreedores.

7 Este porcentaje está en línea con lo observado por la literatura. Por ejemplo, E. Van Hemmen (2014), «La sociología de la liquidación concursal en la realidad española», en *La liquidación de la masa activa*, editado por Á. J. Rojo Fernández-Río, J. Quijano González y A. B. Campuzano, Aranzadi-Thomson Reuters, encuentra que entre un 5 % y un 10 % de las empresas de su muestra alcanzaron un convenio en los años 2006-2012.

8 Real Decreto-ley (RDL) 4/2014, de 7 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial, que entró en vigor el 8 de marzo de 2014.

9 E. Van Hemmen (2014), «La sociología de la liquidación concursal en la realidad española», en *La liquidación de la masa activa*, editado por Á. J. Rojo Fernández-Río, J. Quijano González y A. B. Campuzano, Aranzadi-Thomson Reuters.

## 1 Introducción

Este anejo del *Informe Anual*<sup>1</sup>, dedicado a la gestión del Banco de España, sintetiza los aspectos más destacados de la actividad de la institución durante 2015, algunos de los cuales son abordados con mucho más detalle en las memorias monográficas que los distintos departamentos publican anualmente (Supervisión Bancaria, Conducta de Mercado y Reclamaciones, Central de Balances, Central de Información de Riesgos, Vigilancia de los Sistemas de Pago y Mercado de Deuda Pública).

Las novedades en el marco normativo y en el entorno institucional europeo han supuesto la asunción de nuevas competencias por parte del Banco de España en materia de resolución preventiva de entidades de crédito, en el desarrollo de la política macroprudencial, así como en la producción de billetes, de acuerdo con lo dispuesto en la Ley 36/2014, de Presupuestos Generales del Estado para 2015.

Estos cambios conllevaron algunas modificaciones en la organización interna del Banco durante 2015. En el mes de abril, la anterior Dirección General de Regulación y Estabilidad Financiera se transformó en la nueva Dirección General de Estabilidad Financiera y Resolución, asumiendo los nuevos cometidos en el área de la resolución preventiva de entidades de crédito —que deben desarrollarse con independencia de la supervisión prudencial—, y reforzando el análisis de la regulación financiera, las funciones de estabilidad financiera y el análisis macroprudencial. Al mismo tiempo, se ajustó la Dirección General de Supervisión para favorecer una estructura más eficaz en la interlocución con el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) y potenciar las funciones de desarrollo de normativa bancaria. También se creó la Dirección General Adjunta de Gestión de Efectivo y Sucursales, dependiente de la Dirección General de Operaciones, Mercados y Sistemas de Pago, para las tareas de tratamiento de efectivo y las nuevas funciones que asumió el Banco relativas a la producción de billetes en euros a través de la nueva sociedad IMBISA (Imprenta de Billetes, SA), creada a partir de la rama de actividad de impresión de billetes existente en la Fábrica Nacional de Moneda y Timbre-Real Casa de la Moneda.

Finalmente, en noviembre de 2015, los retos del nuevo entramado institucional nacional y europeo aconsejaron transformar la Dirección General del Servicio de Estudios en la actual Dirección General de Economía y Estadística. Con ello se creó una estructura mejor adaptada a las funciones encomendadas en el ámbito del análisis, la investigación y el asesoramiento sobre la economía y los mercados financieros y monetarios, así como en la elaboración de estadísticas. Los trabajos de análisis económico, financiero y monetario se integraron en la nueva Dirección General Adjunta de Economía e Investigación.

## 2 Actividades del Banco de España como miembro del Eurosistema y de otros organismos internacionales

Como en años anteriores, a lo largo de 2015 el Banco de España participó de forma intensa en las actividades del Eurosistema. El gobernador asistió a las reuniones periódicas del Consejo de Gobierno y del Consejo General del BCE, en las que se adoptan las decisiones de política monetaria y las relativas al funcionamiento del Eurosistema. En el ámbito del Consejo de Gobierno del BCE, la puesta en marcha en noviembre de 2014 del MUS, del que forma parte el Banco de España, supuso un cambio significativo en los procesos de toma de decisiones del Consejo, que ahora adopta también las decisiones en materia de supervisión

<sup>1</sup> Cabe señalar que las cuentas anuales del Banco de España, que hasta el ejercicio 2014 han formado parte del *Informe Anual*, se publican de modo independiente a partir del ejercicio 2015. Las cuentas anuales del ejercicio 2015 están disponibles en [http://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/Publicaciones\\_an/cuentas-anuales/](http://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/Publicaciones_an/cuentas-anuales/).

prudencial mediante el denominado «procedimiento de no objeción», por el que se aprueban o rechazan las propuestas realizadas en este ámbito por el Consejo de Supervisión, del que es miembro el subgobernador.

En el contexto del Eurosistema, el año se caracterizó por el diseño y la puesta en práctica de novedades importantes en materia de política monetaria, tales como el programa expandido de adquisición de activos (EAPP, por sus siglas en inglés), anunciado en enero y que incluye desde marzo la compra de valores públicos en mercados secundarios, y una reducción adicional de los tipos de interés de la facilidad de depósito hasta el  $-0,3\%$ . El objetivo de estas medidas era hacer frente a los crecientes riesgos de desanclaje de las expectativas de inflación y proporcionar un mayor grado de acomodación monetaria.

En aras de una mayor transparencia de sus órganos de decisión, el BCE comenzó a publicar en febrero de 2015 las reseñas de los debates de política monetaria —ocho al año— realizados en sus reuniones de Consejo de Gobierno, a las que asiste el gobernador. Igualmente, desde comienzos de 2015, y como consecuencia del ingreso de Lituania en la zona del euro, se instauró un nuevo sistema de votación rotatoria en el Consejo de Gobierno, con objeto de garantizar la capacidad del BCE para seguir adoptando decisiones de manera eficiente y rápida.

El Banco de España colaboró activamente en los trabajos de los diferentes comités del BCE (Política Monetaria, Operaciones de Mercado, Estabilidad Financiera, Estadísticas, Billetes, Sistemas de Pago y Liquidación, Legal, Gestión de Riesgos, Relaciones Internacionales). En ellos, además de las medidas antes citadas en materia de política monetaria, se abordaron cuestiones de relevancia, como la definición del marco supervisor e institucional del MUS o la cooperación entre la supervisión microprudencial y la política macroprudencial.

En el ámbito más amplio de la UE, el Banco de España ha participado en diversos grupos de trabajo y comités. Como en años anteriores, estuvo representado en las dos reuniones informales del ECOFIN, de abril y noviembre, y ha formado parte igualmente del Comité Económico y Financiero (CEF) y del Comité de Política Económica (CPE).

Por otra parte, el Banco de España intervino en 2015 en diferentes organismos internacionales relacionados con la estabilidad financiera, la política prudencial y el análisis macroprudencial.

En la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, por sus siglas en inglés), de cuyo Comité Director es miembro el gobernador desde enero de 2015, los temas de mayor interés fueron el análisis de vulnerabilidades para la valoración de los riesgos de inestabilidad financiera de la Unión Europea, la revisión de los indicadores de riesgo, el desarrollo de instrumentos macroprudenciales, la evaluación de los riesgos y repercusiones de la existencia de unos tipos de interés muy bajos y el estudio sobre el tratamiento regulatorio de la tenencia de deuda pública por parte de las entidades de crédito.

Respecto a la participación del Banco de España en la actividad de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés), cuyo objetivo es la convergencia supervisora, ha sido relevante la homogeneización de la información que las autoridades competentes deben recopilar sobre los procesos de autoevaluación de capital y liquidez de las entidades (ICAAP/ILAAP) dentro del proceso SREP (proceso de revisión y evaluación supervisora). También se ha colaborado en la actualización de las directrices aplicables a las pruebas de resistencia, y en la creación de las relativas a las restricciones aplicables a la distribución de dividendos, pagos a instrumentos AT1 y remuneraciones. En el área de la resolución, se han

elaborado los criterios para la calibración del requerimiento mínimo de recursos propios y pasivos elegibles (MREL, por sus siglas en inglés) y para la declaración de resolución.

El FSB ha finalizado el diseño del requerimiento de la TLAC para entidades sistémicas

El Banco de España también pertenece al Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés), de cuyo Comité Director forma parte el gobernador. En 2015, el Banco de España contribuyó a la finalización del diseño de un nuevo requerimiento sobre capacidad total de absorción de pérdidas (*Total Loss-Absorbing Capacity*, TLAC) para las entidades bancarias de importancia sistémica a escala global. Este nuevo requerimiento, que se enmarca en los trabajos del FSB para hacer frente al problema de las entidades que son «demasiado grandes para quebrar», fue publicado en noviembre de 2015 y estará operativo desde enero de 2019.

Como miembro del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés), el Banco de España participa de forma muy activa tanto en el plenario del Comité como en los diferentes grupos de trabajo en los que este organiza el desarrollo de sus tareas. En 2015, el Banco de España participó con especial intensidad en los trabajos que está desarrollando el Comité de Basilea para finalizar el programa de reformas iniciado como respuesta a la crisis financiera. Entre las diferentes áreas que integran estas reformas, en 2015 cabe destacar los trabajos, aún en curso, que tienen por objeto mejorar el marco de capital para lograr un mejor equilibrio entre simplicidad, comparabilidad y sensibilidad al riesgo en el cálculo de los activos ponderados por riesgo. En este sentido, se ha participado en la revisión de los métodos estandarizados de medición de los riesgos, así como en el diseño de distintos mecanismos para reducir la variabilidad entre entidades cuando estas aplican modelos internos en sus mediciones de los activos ponderados por riesgo. Asimismo, se ha trabajado muy activamente en el diseño y calibración de la ratio de apalancamiento.

2.1 COOPERACIÓN TÉCNICA Y ENCUENTROS DE ALTO NIVEL

La cooperación internacional es una pieza relevante de las relaciones internacionales del Banco de España y tiene como objetivo promover y facilitar la transferencia y el intercambio de conocimientos, experiencias y buenas prácticas entre bancos centrales e instituciones con funciones similares o complementarias. En 2015 se actualizó su Plan Director con el fin de adaptarse al entorno de referencia y de potenciar esta actividad.

El Banco de España mantiene relaciones estrechas con otras instituciones, fundamentalmente latinoamericanas, que en algunos casos se articulan mediante acuerdos de cooperación, entre los que destaca el vigente desde hace años con el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA). También se mantienen fuertes lazos de cooperación con otras instituciones latinoamericanas, como la Asociación de Supervisores Bancarios de las Américas (ASBA), el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), el Consejo Monetario Centroamericano (CMC) y el Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV).

En un ámbito diferente, son igualmente intensos los vínculos con el FMI, el Banco Mundial y el Instituto de Estabilidad Financiera del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés).

Las actividades de cooperación en 2015 incluyeron la organización de 15 seminarios, cursos y reuniones de expertos, cinco de los cuales se celebraron en sedes latinoamericanas. Además, se organizó un *workshop* en la sede del CEMLA en México, en el marco de la coordinación de la investigación conjunta de bancos centrales, dedicado en esta ocasión a la transmisión internacional de la política monetaria. Se atendieron asimismo cerca de 70 visitas en España y misiones en el extranjero. La atención continua de consultas es también un canal de cooperación muy relevante.

Por otro lado, en 2015 se organizaron diversos encuentros de alto nivel, algunos con gobernadores de otros bancos centrales, como el de México, orientados a compartir conocimientos y a intercambiar opiniones y puntos de vista. Igualmente, se organizó en Madrid el *VII Encuentro de alto nivel entre gobernadores de Latinoamérica y del Eurosistema*, dedicado a «Política Monetaria, política macroprudencial y estabilidad financiera».

Como ya es tradicional, se presentó en el Banco de España el informe de «Perspectivas económicas mundiales» del FMI y se organizó la tradicional conferencia conjunta con el Banco Mundial, en esta ocasión titulada: «The economic challenges associated with rising (and falling) inequality».

Asimismo, se coorganizaron en Madrid la dos ediciones de 2015 del Foro de Análisis Latinoamericano, espacio de debate que reúne a un gran número de instituciones nacionales e internacionales presentes en España y con intereses en Latinoamérica.

### 3 Análisis económico e investigación

Las labores de análisis e investigación de la economía española y de su entorno internacional se desarrollan en varios departamentos, con el objetivo fundamental de asesorar a los órganos de gobierno del Banco de España. Como resultado de estas actividades, durante 2015 se han publicado 40 Documentos de Trabajo, 4 Documentos Ocasionales y 36 artículos en revistas académicas, en otras revistas o como capítulos de libros. Además, están en vías de publicación otros 29 artículos, 13 de los cuales se publicarán próximamente y 16 están en proceso de revisión. Un mayor detalle de estas publicaciones y del resto de las actividades de investigación está disponible en el Portal del Investigador<sup>2</sup>, una sección del sitio web corporativo del Banco de España.

A continuación se resumen los principales resultados analíticos y de la investigación alcanzados durante 2015.

En el ámbito de la modelización y análisis económico, una cuestión prioritaria fue el funcionamiento de las políticas macroeconómicas en el contexto de tipos de interés cercanos a cero. A este respecto, la principal conclusión es que existen sinergias importantes entre consolidaciones fiscales y reformas estructurales que contribuyen a acelerar el necesario despalancamiento de los hogares europeos.

Con una perspectiva de más largo plazo, también se analizaron las interacciones entre una deuda elevada y bajas tasas de crecimiento de la población y de productividad, y sus consecuencias sobre la velocidad de la recuperación y las perspectivas de crecimiento a largo plazo. Como resultado de este trabajo, se documentó la posibilidad de que los cambios en la estructura demográfica afecten significativamente a las tendencias de medio plazo de las principales variables macroeconómicas.

En relación con el análisis de la economía europea, cabe destacar dos temas principales. El primero se refiere al estudio de medidas de inflación a partir de activos financieros, que permitió obtener, por un lado, estimaciones de probabilidades de distintos niveles de inflación a medio plazo, así como de los factores comunes e idiosincrásicos en las inflaciones de las distintas economías de la UEM. Finalmente, con una perspectiva más centrada en la valoración de las políticas macroeconómicas y de empleo, se analizó la divergencia de la tasa de paro entre países de la UE y las diferencias entre transiciones laborales de distintos grupos de la población, concluyendo que las perturbaciones

<sup>2</sup> <http://www.bde.es/investigador/home.htm>.

recibidas por cada país e instituciones del mercado de trabajo explican buena parte de dichas diferencias.

Por lo que respecta al área de la economía y las finanzas internacionales, los principales avances han consistido en el desarrollo de herramientas cuantitativas para el análisis de economías emergentes y avanzadas, que han permitido, entre otras cuestiones, mejorar el entendimiento de las razones que subyacen al débil crecimiento del comercio y profundizar en el conocimiento de los determinantes de los flujos de capitales.

Como resultado de una línea de investigación a la que se han dedicado importantes recursos en los últimos años, se han desarrollado modelos de previsión en tiempo real a corto plazo a partir de indicadores de alta frecuencia y se ha avanzado en la metodología de análisis de la vulnerabilidad de las economías emergentes. Asimismo, se ha elaborado un modelo de predicción en tiempo real para el PIB mundial, plasmado en una publicación realizada en 2015 en *Economic Modelling*.

Estas herramientas se han aplicado con especial atención a las economías de América Latina, con el objetivo de constituirse en referencia para el seguimiento de estas economías en el Eurosistema (se ha puesto en marcha un procedimiento de colaboración con el BCE en el análisis de esta región).

Asimismo, se han desarrollado proyectos de investigación sobre la elasticidad del comercio internacional, el papel de la composición en la efectividad de las consolidaciones fiscales o el impacto sobre las economías emergentes de la normalización monetaria en Estados Unidos. Este último trabajo formó parte de la investigación conjunta de bancos centrales del CEMLA, que, en este año, fue coordinada por el Banco de España. En el ámbito de los mercados financieros internacionales, destacan el trabajo realizado en relación con los patrones de financiación a largo plazo de los bancos europeos (publicado como documento de trabajo del BIS) y la elaboración de un índice sintético para medir el nivel de liquidez de los mercados de renta fija (publicado en la *Spanish Review of Financial Studies*).

En el área de la estabilidad financiera, las prioridades analíticas en 2015 se centraron en el desarrollo de un marco conceptual con el que fundamentar decisiones sobre política macroprudencial, de acuerdo con las responsabilidades que a tal efecto tiene asignadas el Banco de España. Gracias a este trabajo, se dispone de un amplio conjunto de indicadores que permiten, por un lado, señalar a escala agregada la dirección y la intensidad de la política macroprudencial y, por otro, poner en marcha un esquema de seguimiento de los objetivos intermedios para alcanzar la estabilidad financiera. Además, se ha trabajado intensamente en el desarrollo de indicadores específicos para activar o no determinados instrumentos macroprudenciales (colchón de capital contracíclico), así como para establecer el marco de requerimientos de capital para las entidades sistémicas nacionales (véase epígrafe 5).

Las conexiones del Banco de España con la comunidad académica y con las unidades dedicadas al análisis y a la investigación económica en otros bancos centrales e instituciones internacionales se han mantenido a través de las cuatro vías tradicionales. En primer lugar, los trabajos de análisis y de investigación producidos por el Banco de España se han presentado y discutido en seminarios, congresos y conferencias académicas nacionales e internacionales, además de someterse a publicación en los canales habituales de la profesión. En segundo lugar, el Banco de España mantiene establecidas varias series de seminarios en los que participan miembros de la comunidad académica nacional e internacional, entre ellos un seminario de investigación económica de frecuencia semanal.

Por lo que respecta a reuniones científicas —la tercera de las vías tradicionales—, en 2015 se organizaron, en colaboración con otras instituciones, varias conferencias y seminarios:

- 25-27 de marzo: 12th CompNet Workshop.
- 26-29 de mayo: *European Summer Symposium in International Macroeconomics (ESSIM 2015)*.
- 8 de junio: *4th WB-BE Policy Conference: The economic challenges associated with rising (and falling) inequality*.
- 18-19 de junio: *Structural reforms in the wake of recovery: Where do we stand?*

Las tres vías primarias para la difusión y la comunicación de los resultados de la investigación en el Banco de España son las series de Documentos de Trabajo y de Documentos Ocasionales, la revista *Estabilidad Financiera* y el *Boletín Económico*, de frecuencia mensual, donde se publican, además de artículos regulares de coyuntura económica, resúmenes de trabajos realizados o avances de investigaciones en curso. Desde 2014 se publica, con periodicidad semestral, *Research Update*<sup>3</sup>, que recoge las principales novedades, publicaciones y noticias relacionadas con las actividades de investigación del Banco de España. Finalmente, el Banco de España es uno de los patrocinadores de reuniones científicas y académicas en el ámbito de la economía, como son el congreso anual de la European Economic Association, el Simposio de la Asociación Española de Economía y el Foro de Finanzas.

## 4 Supervisión y regulación

### 4.1 ACTIVIDAD SUPERVISORA

#### 4.1.1. Supervisión prudencial

La incorporación del Banco de España al MUS, en noviembre de 2014, supuso un cambio sustancial en el marco de competencias de la supervisión. El Reglamento del MUS establece una distinción entre las entidades «significativas», que son directamente supervisadas por el BCE con la colaboración de las autoridades nacionales, y las entidades «menos significativas», que son responsabilidad directa de las autoridades nacionales y sobre las cuales el BCE lleva a cabo una supervisión indirecta.

Ante este nuevo escenario, el Banco de España ha adaptado su estructura para participar de la forma más eficiente en este nuevo mecanismo. Los cambios más relevantes han sido la creación del Departamento de Regulación y Política Supervisora, dentro de la Dirección General de Supervisión, y la implantación de cambios organizativos en los grupos operativos que participan en los equipos conjuntos de supervisión (JST, por sus siglas en inglés) para mejorar su funcionamiento y favorecer la interlocución con el BCE.

Hay 14 grupos bajo supervisión directa del MUS y 73 entidades menos significativas supervisadas por el Banco de España

El cuadro A.1 muestra cómo al final de 2015 eran 14 los grupos bajo supervisión directa del BCE que tienen por cabecera una entidad española<sup>4</sup>. Estos 14 grupos españoles integran a 79 entidades de crédito individuales de países de la zona del euro (57 de ellas españolas) y representan el 15 % del total de activos de las 129 entidades significativas del MUS. Adicionalmente, hay otros 8 grupos significativos extranjeros en los que participan filiales españolas. En términos del sistema financiero español, las entidades supervisadas de forma directa por el BCE suponen el 96 % de los activos de nuestro sistema. El conjunto de entidades de crédito españolas se completa con 73 grupos menos significativos, supervisados de forma directa por el Banco de España en el marco del MUS.

<sup>3</sup> Disponible en el Portal del Investigador, <http://www.bde.es/investigador/home.htm>.

<sup>4</sup> Abanca, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA), Banco Financiero y de Ahorros (Bankia), Banco Mare Nostrum, Banco Popular Español, Banco Sabadell, Banco Santander, Bankinter, Caixabank, Cajamar, Ibercaja Banco, Kutxabank, Liberbank y Unicaja Banco.

**GRUPOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO SIGNIFICATIVAS Y MENOS SIGNIFICATIVAS EN ESPAÑA**  
Cifras a diciembre de 2015

CUADRO A.1

	2015	
	Grupos	Activos (%)
Grupos de entidades significativas españolas (a)	14	95,70
Grupos de entidades significativas extranjeras en los que participan subgrupos españoles (b)	8	0,60
Grupos de entidades menos significativas españolas (b) (c)	73	3,80
<b>TOTAL</b>	<b>95</b>	

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Datos calculados en base consolidada.

b Datos calculados en base individual.

c Se Incluyen 11 sucursales de grupos bancarios de la UE no pertenecientes a la zona del euro.

El Banco de España contribuye de forma destacada a la supervisión de las entidades significativas, tanto en los trabajos de seguimiento continuado (a través de los JST) como en las inspecciones *in situ* de dichas entidades. Al cierre de 2015, el Banco de España aportaba a los JST de los bancos españoles 155 inspectores y técnicos, además del personal asignado a las 19 inspecciones *in situ* realizadas durante 2015 (de las que el Banco de España lideró 16 y proporcionó el 95 % del personal).

Además, el Banco de España participa en la toma de decisiones en relación con todas las entidades de crédito de la zona del euro, canalizada mediante su representación en el Consejo de Supervisión del MUS. En 2015 se registraron 188 decisiones dirigidas específicamente a las entidades españolas, a las que se suman otras 163 de carácter más general o sobre aspectos de organización y políticas que también les afectan.

Se han aplicado las primeras decisiones de capital como resultado del SREP

El año 2015 ha sido el primero en el que las prioridades supervisoras se han establecido de forma común en el ámbito del MUS y por primera vez se ha aplicado a las entidades significativas el proceso de revisión y evaluación supervisora, metodología desarrollada para determinar la decisión de capital. Como resultado de este proceso, el Consejo de Supervisión del MUS aprobó y comunicó a las entidades las primeras decisiones de capital.

El Banco de España ha aplicado a las entidades menos significativas un esquema similar, aunque más simple, y adoptó a finales de 2015 sus decisiones de capital para la mayor parte de dichas entidades. En relación con ellas, se efectuaron actuaciones supervisoras consistentes en el seguimiento continuado completo sobre 19 de los grupos que estaban bajo la supervisión del Banco de España, y un seguimiento a distancia simplificado de los restantes. Asimismo, se han realizado más de 200 actuaciones de detalle, entre las que se incluye la revisión de los informes de auditoría y de los informes de autoevaluación del capital. Además, se acometieron 13 inspecciones *in situ*.

Por último, el Banco de España ostenta de forma exclusiva las funciones supervisoras sobre otras entidades, distintas de las entidades de crédito, que proveen servicios o realizan funciones relacionadas con el sector financiero. Estas entidades originaron 282 actuaciones de seguimiento a distancia bajo diversas modalidades: seguimientos anuales, seguimientos generales periódicos, seguimientos simplificados, revisiones de los informes de auditoría y revisiones de los informes de autoevaluación del capital. Sobre este grupo de otras entidades se realizaron 10 inspecciones en 2015.

Como consecuencia del ejercicio de sus tareas supervisoras, los requerimientos y recomendaciones formulados a entidades de crédito en general fueron 37, contenidos en 15 escritos. Las materias más relevantes fueron las relativas a riesgo de crédito (41 % del total), las políticas de gestión y control interno (27 %) y cuestiones relacionadas con recursos propios y solvencia (16 %).

Los requerimientos y recomendaciones formulados a otras entidades distintas de las de crédito fueron 29, contenidos en 10 escritos, en los que las materias más relevantes fueron las relativas a riesgo de crédito (34 %), políticas de gestión y control interno en general (21 %), y cuestiones relacionadas con recursos propios y solvencia (17 %). En cuanto a estas otras entidades, se tramitaron también 16 procedimientos de solicitud de apertura.

Por otra parte, en el transcurso de 2015 la práctica totalidad de los grupos de entidades significativas españolas presentó sus planes de recuperación de acuerdo con los requisitos de la directiva europea sobre recuperación y resolución de entidades de crédito<sup>5</sup>. El Banco de España debe evaluar dichos planes en el marco de los trabajos realizados por los JST. Por lo que respecta a las entidades menos significativas, el Banco de España, está trabajando, en colaboración con el BCE, en la definición de las entidades que estarán sujetas a obligaciones simplificadas en la presentación de sus planes de recuperación.

#### 4.1.2 Supervisión de conducta de mercado

La supervisión de conducta de mercado se ha centrado en el ámbito hipotecario

El año 2015 ha sido el primer ejercicio completo en que la supervisión de conducta de entidades ha sido ejercida por el Departamento de Conducta de Mercado y Reclamaciones, con independencia funcional y orgánica respecto a la supervisión prudencial y al margen del MUS.

La actuación en 2015 se focalizó en el ámbito hipotecario. Así, se abrieron ocho inspecciones *in situ* a entidades de crédito, relativas al cumplimiento de los requisitos de transparencia exigibles a los préstamos y créditos con garantía hipotecaria, con especial atención a la adecuada previsión contractual y a la aplicación de las denominadas «cláusulas suelo». También en el ámbito hipotecario, se hicieron dos inspecciones *in situ* a entidades de crédito en relación con la aplicación de las medidas de protección de deudores hipotecarios sin recursos que establece el Real Decreto-ley 6/2012.

Adicionalmente, cabe señalar la realización de tres inspecciones en el área del crédito al consumo, una actuación de seguimiento relativa al funcionamiento del servicio de atención al cliente (referida a 226 entidades) y la realización de 63 actuaciones supervisoras de comprobación sobre diversas materias no planificadas en el programa supervisor. Como resultado, se remitieron 7 escritos de requerimientos, 27 escritos de recomendaciones y observaciones, así como una propuesta de incoación de expediente sancionador.

#### 4.1.3 Idoneidad de altos cargos

En el ámbito de la supervisión de la idoneidad de los altos cargos de las entidades, el Banco de España tramitó en 2015 un total de 435 expedientes. De ellos, 266 correspondían a entidades de crédito, 88 a establecimientos financieros de crédito, 45 a entidades de pago, 18 a entidades de dinero electrónico, 14 a sociedades de tasación y 4 a establecimientos de cambio de moneda.

#### 4.2 ACTIVIDAD SANCIONADORA

Se han iniciado cuatro expedientes sancionadores y seis de los que estaban en curso finalizaron con sanciones

Durante el año 2015, el Banco de España acordó la incoación de cuatro expedientes sancionadores a:

<sup>5</sup> En el caso de los dos grupos españoles más significativos (BBVA y Santander), ya venían presentando desde hace unos años planes de recuperación siguiendo las directrices del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB).

- Dos entidades de pago y sus respectivos consejos de administración, por presuntos incumplimientos en relación con la gestión de la contabilidad, la suficiencia de sus recursos propios, la obligación de salvaguarda de los fondos entregados por los clientes y las obligaciones de información al Banco de España.
- Una sociedad limitada y su administrador único, por el uso de la denominación «bank», que está reservada a entidades de crédito, sin haber obtenido la preceptiva autorización y sin figurar inscrita en el Registro del Banco de España.
- Un establecimiento financiero de crédito, al apreciarse deficiencias tanto en la información precontractual facilitada a los clientes como en la información contenida en los contratos suscritos con aquellos.

Asimismo, durante 2015 se finalizaron siete de los expedientes en curso, con la adopción por parte del Consejo de Gobierno de las correspondientes resoluciones sancionadoras.

Por una parte, con relación a entidades de pago, se han adoptado tres resoluciones en las que, apreciándose irregularidades en la aplicación de la normativa sectorial aplicable, se sancionaba a aquellas y a sus cargos de administración.

Por otra parte, el Consejo de Gobierno acordó también imponer una multa a una sociedad de garantía recíproca, por entender que había cometido una infracción muy grave, consistente en mantener durante más de seis meses unos recursos propios por debajo del 80 % del mínimo requerido reglamentariamente. De los 48 cargos imputados en el expediente, se entendió que eran responsables de este incumplimiento 37 de ellos, imponiéndoseles las correspondientes sanciones pecuniarias.

Asimismo, se acordó la imposición de una sanción de multa a una cooperativa de crédito, por el incumplimiento de la normativa de transparencia y protección del cliente que le resultaba de aplicación.

Finalmente, se impusieron sanciones a dos entidades y a dos administradores de una de ellas por realizar actividades o utilizar denominaciones reservadas a entidades supervisadas sin haber obtenido las preceptivas autorizaciones.

Al margen de lo anterior, un expediente que había sido abierto en el año 2014 a una cooperativa de crédito y a sus 10 cargos de administración y dirección fue suspendido, por estar sometidos a investigación en un juzgado del orden penal hechos estrechamente relacionados con los que en su día motivaron la incoación del citado procedimiento sancionador.

#### 4.3 CAMBIOS NORMATIVOS

Durante 2015 prosiguió la adaptación del marco normativo español a la regulación bancaria de la Unión Europea. En este sentido, se publicó el Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero, por el que se desarrolla la Ley 10/2014, que constituye la refundición de las principales normas legales de ordenación y disciplina de las entidades de crédito.

Se aprobaron las circulares sobre la Sareb y fundaciones bancarias

En virtud de las facultades atribuidas por la Ley 9/2012, el Banco de España aprobó el 30 de septiembre la Circular 5/2015, por la que se desarrollan las especificidades contables de la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb).

El 4 de noviembre se publicó la Orden ECC/2316/2015, sobre obligaciones de información al cliente y clasificación de productos financieros. Su objetivo es mejorar el grado de

protección del cliente bancario, estableciendo un sistema normalizado de información y clasificación sobre el nivel de riesgo de los productos complejos. Del mismo modo, se ha publicado el Real Decreto-ley 11/2015, de 2 de octubre, para regular las comisiones por la retirada de efectivo en los cajeros automáticos.

El desarrollo de otra normativa de ordenación y disciplina de las entidades supervisadas se materializó en 2015 en las siguientes circulares del Banco de España:

- Circular 6/2015, de 17 de noviembre, a las cajas de ahorros y fundaciones bancarias, sobre determinados aspectos de los informes de remuneraciones y gobierno corporativo de las cajas de ahorros que no emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores y sobre las obligaciones de las fundaciones bancarias derivadas de sus participaciones en entidades de crédito.
- Circular 8/2015, de 18 de diciembre, a las entidades y sucursales adscritas al Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito, sobre información para determinar las bases de cálculo de las aportaciones al Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito.

#### 4.4 INFORMACIÓN FINANCIERA Y PRUDENCIAL Y CENTRAL DE INFORMACIÓN DE RIESGOS

El Banco de España es el encargado de recopilar y procesar la información de carácter supervisor que las entidades de crédito están obligadas a remitir al BCE en el marco del MUS. Tras la implantación en 2014 del Reglamento (UE) de la Comisión Europea n.º 680/2014, que unificó los formatos, frecuencia y plazos de la información prudencial y financiera a escala europea, en 2015 se consolidaron los procesos de recepción y control de calidad de la información a escala interna y se incrementó el volumen de información suministrada al BCE.

En el ámbito del MUS, se recibieron y validaron los datos de las entidades de crédito españolas necesarios para el cálculo del importe de las tasas de supervisión que han de abonar al BCE las entidades supervisadas, en concepto de gastos generados por el desempeño de sus competencias en materia de supervisión. El importe de la tasa que corresponde a cada entidad de crédito se determina atendiendo a su importancia y a su perfil de riesgo, de manera que, en principio, las entidades más grandes y con un perfil de riesgo mayor pagan tasas más elevadas.

En relación con la Central de Información de Riesgos (CIR), que contiene datos individualizados de los riesgos de crédito que mantienen con su clientela las entidades declarantes (fundamentalmente, las de crédito), durante 2015 prosiguió la implantación de los cambios que implica la Circular 1/2013, que obliga a declarar los riesgos operación a operación, en lugar de hacerlo de forma agregada; aumenta los tipos de productos declarados y aporta mayor detalle sobre las garantías reales recibidas.

Se ha empezado a publicar la información de tasas de intercambio y descuento en operaciones de pago con tarjeta

Por otra parte, en cumplimiento de la Ley 18/2014, que regula los límites máximos de las tasas de intercambio y de descuento exigibles en determinadas operaciones de pago con tarjeta y establece que las entidades proveedoras de servicios de pago deberán informar al Banco de España de las tasas percibidas por el suministro de este servicio, se comenzó a recibir y a procesar esta información a lo largo de 2015 (desde febrero de 2016 se publica de forma regular en el sitio web del Banco).

#### 5 Estabilidad financiera y política macroprudencial

Durante el pasado ejercicio se han reforzado las actuaciones del Banco de España en el ámbito del análisis de la estabilidad financiera y en el desarrollo de la política macroprudencial, centralizadas en la nueva Dirección General de Estabilidad Financiera y Resolución.

Desde el año 2013, el Banco de España ha utilizado la herramienta llamada FLESB (*Forward Looking Exercise on Spanish Banks*) para realizar un análisis prospectivo de la capacidad de resistencia de las entidades bancarias ante diferentes escenarios macroeconómicos. Durante el año 2015 se optimizaron y mejoraron los procesos internos de ejecución y las metodologías aplicadas en las proyecciones de pérdidas y factores mitigantes, tarea que sigue en constante evolución para su adaptación a las mejores prácticas.

En el transcurso de 2015 se realizó también la calibración de los parámetros incluidos en el proceso de modificación y revisión del actual anejo IX de la Circular 4/2004 respecto a las provisiones de las entidades de crédito. Esta calibración se ha centrado en el cálculo y obtención de los recortes sobre el valor de las garantías de los créditos dudosos para el cálculo de sus provisiones, en la estimación de la dotación genérica y en la solución práctica que pueden usar las entidades para el establecimiento de sus provisiones específicas.

En el número de noviembre de 2015, el *Informe de Estabilidad Financiera* introdujo una renovación de la orientación y tipología de su análisis. El cambio supone profundizar en la dimensión prospectiva del análisis, para valorar los principales riesgos que afectan al sistema financiero español, tanto internos como procedentes del exterior, y graduar su importancia y posible impacto en las entidades de depósito españolas.

Las primeras decisiones de política macroprudencial se adoptaron en diciembre de 2015

Otro aspecto destacado ha sido el desarrollo de los análisis en que se han basado las primeras decisiones sobre instrumentos macroprudenciales, entidades sistémicas y colchón de capital anticíclico, adoptadas a finales del año.

Respecto a los colchones sobre entidades de importancia sistémica mundial (EISM), el Banco de España ha asumido el análisis realizado previamente por el FSB. En el caso de las otras entidades de importancia sistémica (OEIS), el Banco de España ha aplicado las guías de la EBA para determinar cuantitativamente el grado de importancia sistémica de las entidades españolas y, a partir de estas puntuaciones, ha desarrollado una metodología para determinar los colchones de capital apropiados para las seis entidades identificadas como OEIS.

Finalmente, en cuanto al colchón de capital anticíclico, se ha seguido un esquema de «discrecionalidad guiada», en el que la activación y la desactivación del colchón están regidas, junto con criterios de juicio experto, por indicadores cuantitativos específicos que se han elaborado a lo largo de 2015.

Asimismo, el Banco de España ha desarrollado un marco conceptual con el que fundamentar sus decisiones sobre política macroprudencial, de acuerdo con las responsabilidades que tiene asignadas. Concretamente, se ha elaborado una herramienta de monitorización de riesgos a través de un amplio conjunto de indicadores macroprudenciales, cuyos detalles se han publicado en el Documento Ocasional n.º 1601 del Banco de España. Estos indicadores recogen información sobre la evolución del crédito en España, el mercado de la vivienda, la liquidez, la concentración y morosidad del sistema bancario, la situación en los mercados financieros y la evolución de la economía real. La metodología aplicada permite transformar esta cuantiosa información en un mapa de riesgos agregado que emite alertas sobre los riesgos más relevantes para la estabilidad financiera en cada momento.

## 6 Resolución preventiva

En 2015 entró en funcionamiento el Mecanismo Único de Resolución (MUR), como segundo pilar de la Unión Bancaria, para garantizar una resolución ordenada de los bancos inviables con el menor coste posible para los contribuyentes, en aplicación de la nueva normativa europea sobre recuperación y resolución de entidades de crédito.

El Banco de España ha asumido sus nuevas competencias como autoridad nacional de resolución preventiva

En este contexto, la Ley 11/2015 y el Real Decreto 1012/2015, que adaptan a la normativa española esa regulación europea, designaron al Banco de España como autoridad de resolución preventiva, con la obligación de ejercer esa tarea con independencia jerárquica y funcional de su actividad como supervisor. Estas nuevas atribuciones fueron asignadas al Departamento de Resolución, constituido tras la reorganización interna que condujo a la creación de la Dirección General de Estabilidad Financiera y Resolución. Las principales actuaciones en este ámbito durante 2015 han sido las siguientes:

- Elaboración de borradores de los planes de resolución preventivos para BBVA, Santander y Critería.
- Colaboración con otras autoridades nacionales e internacionales en la elaboración de criterios y metodologías en el área de la resolución preventiva.
- Colaboración en la preparación de acuerdos de cooperación internacionales con terceros países en el ámbito de resolución para BBVA y Santander.
- Organización y liderazgo de los Grupos de Gestión de Crisis de Santander y BBVA, celebrados en diciembre, para intercambio de información y cooperación con las principales autoridades supervisoras y de resolución de ambos bancos.
- Colaboración con la Junta Única de Resolución y otras autoridades de resolución nacionales de la zona del euro en el seno de los Equipos Internos de Resolución.

## 7 Funciones operativas

### 7.1 INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA Y GESTIÓN DE ACTIVOS

Las operaciones de préstamo a las entidades descendieron en 2015, concentrándose en las de largo plazo

Durante 2015, de acuerdo con el calendario establecido por el BCE el año anterior, se realizaron cuatro operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés), que, aun siendo excepcionales, se consideran parte de la política monetaria convencional. En ellas se adjudicó, en el conjunto del área del euro, un total de 205 mm de euros a un tipo de interés fijo del 0,05 % anual.

A finales de 2015, las operaciones de préstamo del Banco de España a las entidades de crédito se situaron en 135 mm de euros, una cifra inferior a la del año anterior y con una composición ligeramente diferente, ya que más del 90 % eran operaciones a largo plazo, fundamentalmente TLTRO.

Adicionalmente, el Eurosistema puso en marcha también un programa de compras de activos financieros (APP, por sus siglas en inglés). El programa contempla la adquisición de tres clases de instrumentos financieros: deuda pública, bonos garantizados (en España, cédulas hipotecarias, principalmente) y bonos de titulización de activos. Mientras que las compras de los dos últimos tipos de activos se habían iniciado ya en el último trimestre de 2014, las de valores públicos se comenzaron a implementar en marzo de 2015. Como resultado, al cierre de dicho ejercicio, el Eurosistema mantenía en sus carteras 491 mm de euros en valores públicos, 143 mm en bonos garantizados y 15 mm en bonos de titulización. El Banco de España participa activamente en este programa adquiriendo valores en el mercado.

## 7.2 GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE PAGOS Y LIQUIDACIÓN DE VALORES

La puesta en marcha de la plataforma TARGET2-Securities representa un hito fundamental en la integración de los mercados de valores

El 22 de junio del 2015 tuvo lugar la puesta en marcha de la nueva plataforma para la liquidación de operaciones de valores en euros, conocida como *TARGET2-Securities (T2S)*. Se trata de un hito fundamental en el camino de la integración de los mercados de valores europeos. Con el nuevo sistema, los procesos de poscontratación se centralizan en una misma plataforma, que tramitará las operaciones nacionales y transfronterizas en las mismas condiciones para todos los mercados europeos.

El plan de implantación del sistema prevé la migración a T2S de las distintas centrales depositarias de valores europeas en sucesivas oleadas hasta septiembre de 2017, momento en el que migrará la comunidad española.

El Banco de España ha participado activamente en los trabajos para la puesta en funcionamiento del sistema, tanto en su condición de proveedor técnico de la plataforma, en colaboración con otros tres bancos centrales del Eurosistema, como prestando su apoyo a la comunidad bancaria española para su migración.

En el ámbito de los pagos minoristas, ha continuado la tendencia, observada ya desde hace algunos años, a la proliferación de iniciativas, impulsadas sobre todo por los avances tecnológicos y la aparición de nuevos competidores no tradicionales, tales como las empresas financieras tecnológicas (*FinTech*) y las grandes plataformas de Internet.

En este contexto, están surgiendo diferentes iniciativas a escala mundial para la realización de pagos inmediatos, es decir, pagos cuyo abono al beneficiario se produce en cuestión de segundos desde su iniciación por el ordenante, de forma que los fondos pueden ser inmediatamente reutilizados por aquel.

El Eurosistema está impulsando la creación de programas de pagos inmediatos para la zona del euro, bajo la premisa de que las distintas iniciativas que puedan surgir sean interoperables, es decir, que no existan barreras a la realización de pagos de este tipo entre usuarios de diferentes países.

El Banco de España no es ajeno a estas iniciativas y viene colaborando con la comunidad bancaria española desde mediados de 2014 en el lanzamiento de un programa de similares características, compatible en todo caso con las condiciones básicas que se están definiendo en Europa, y que debería cristalizar a corto plazo.

## 7.3 GESTIÓN DE LOS BILLETES

El Banco de España compró el 80 % de IMBISA tras su constitución

El 30 de octubre de 2015 se constituyó la sociedad Imprenta de Billetes, SA (IMBISA), cuyo objeto social es la fabricación de billetes en euros, en respuesta a la necesidad de adaptación al marco legal definido por la Orientación del Banco Central Europeo de 13 de noviembre de 2014. La sociedad, que cuenta con un capital de 50 millones de euros, se creó a partir de la escisión de la rama de actividad de impresión de billetes existente en la Fábrica Nacional de Moneda y Timbre-Real Casa de la Moneda (FNMT-RCM), con una aportación no dineraria a la sociedad, valorada en 31,8 millones de euros, y la aportación dineraria del resto. Tras su inscripción en el Registro Mercantil de Madrid, el 2 de noviembre de 2015, el Banco de España adquirió el 80 % de las acciones de la sociedad recién constituida. El 20 % restante está controlado por la FNMT-RCM, que podrá mantener esta participación hasta el 31 de diciembre de 2017.

IMBISA fabricará y suministrará al Banco de España los billetes en euros que le correspondan en el ámbito del SEBC.

El 25 de noviembre comenzó a circular el nuevo billete de 20€

El nuevo billete de 20€, el tercero de la serie Europa, comenzó a circular el 25 de noviembre de 2015. El billete incluye un nuevo elemento de seguridad: una ventana con retrato en la banda holográfica, que se transparenta al trasluz. Se trata de un retrato de Europa, personaje de la mitología griega, que también aparece en la marca de agua. Los billetes de 20€ de la primera serie seguirán manteniendo su curso legal y circularán en paralelo con los nuevos billetes antes de su retirada progresiva de la circulación.

El Banco de España colaboró activamente en la preparación de la emisión del billete: imprimió 229 millones de billetes para su lanzamiento, organizó numerosas jornadas informativas para las entidades financieras y prestó apoyo a fabricantes y a usuarios de máquinas y dispositivos para que estuviesen adaptados al nuevo billete desde el día de su emisión.

#### 7.4 GESTIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

El Banco de España ha reforzado el desarrollo de su función de medición, gestión y mitigación del riesgo generado en las operaciones de crédito e inversión de la institución. Se han mejorado los procesos de evaluación de la calidad crediticia de empresas no financieras para la utilización de sus pasivos bancarios como garantía en operaciones de crédito, con el objetivo de que las entidades bancarias españolas puedan presentar como garantía en dichas operaciones un mayor número de préstamos correspondientes a más empresas.

También se han revisado las metodologías tradicionalmente empleadas en la medición del riesgo financiero de las carteras de inversión del Banco de España, y se han aplicado otras nuevas, de contraste, con el objetivo de medir mejor los riesgos y proponer la dotación de las coberturas de dichos riesgos.

Finalmente, se ha potenciado el desarrollo de las capacidades analíticas para evaluar los riesgos de las distintas propuestas realizadas por el Eurosistema a lo largo del ejercicio, en especial para las medidas no convencionales de política monetaria.

#### 8 La función estadística del Banco de España

La función estadística del Banco de España está enmarcada en su Ley de Autonomía y en el Plan Estadístico Nacional. La Ley de Autonomía establece que el Banco de España deberá elaborar y publicar las estadísticas relacionadas con sus funciones y asistir al BCE en la recopilación de la información estadística necesaria para el cumplimiento de los cometidos del SEBC. El Banco de España elabora las estadísticas relativas a las instituciones y mercados financieros y a los tipos de interés. En el marco del Plan Estadístico Nacional se elaboran, además, la *Balanza de Pagos* y la *Posición de Inversión Internacional*, las *Cuentas Financieras de la Economía Española*, la *Deuda Pública de acuerdo con el Protocolo de Déficit Excesivo* y la *Encuesta Financiera de las Familias*, y en 2016 se ha puesto en marcha la *Encuesta de Competencias Financieras*.

Por medio de su Central de Balances, el Banco de España también recoge información sobre la situación patrimonial y los resultados de las sociedades no financieras, utilizando los cuestionarios cumplimentados voluntariamente por las empresas colaboradoras, trimestral y anualmente, y las cuentas anuales depositadas por las sociedades no financieras en los Registros Mercantiles.

España se ha adherido a los estándares más exigentes del FMI sobre difusión y calidad de las estadísticas

En febrero de 2015, España se adhirió, junto con un reducido grupo de países (Estados Unidos, Alemania, Francia, Italia, Holanda y Portugal), a la Iniciativa de Datos del FMI denominada «SDDS+» (en inglés, *Special Data Dissemination Standard Plus*), que representa los estándares más exigentes de difusión y calidad de las estadísticas. El SDDS+ establece nuevos requerimientos en cuanto a la accesibilidad, contenido, periodicidad y desfase en su difusión en nueve categorías de estadísticas en el ámbito de las instituciones y

mercados financieros, cuentas financieras, Administraciones Públicas y sector exterior, de las que el Banco de España es responsable en su mayor parte.

Asimismo, en 2015 se desarrollaron los trabajos para elaborar, asegurar la calidad y realizar los primeros envíos al BCE de estadísticas de instituciones financieras monetarias (balances y tipos de interés), fondos de inversión, fondos de titulización y sistemas de pagos, adaptando los nuevos reglamentos de información estadística del BCE, que entraron en vigor el pasado año.

También se iniciaron los trabajos para disponer de la información de las empresas de seguros, tanto contable como del detalle individual de su cartera de valores, según los requerimientos establecidos en los reglamentos del BCE relativos a las estadísticas de seguros y a la base de datos de carteras de valores (*Securities Holdings Statistics Database*). Por otra parte, se han iniciado los trabajos para disponer en el futuro de la información de base necesaria para elaborar estadísticas de los fondos de pensiones.

En 2015 se ha avanzado hacia la consolidación del nuevo sistema de balanza de pagos, posición de inversión internacional y estadísticas exteriores relacionadas. Tras su entrada en vigor en el último trimestre de 2014 (coincidiendo con la implementación de la metodología del sexto manual del FMI y de un conjunto renovado de fuentes de información), este sistema se ha reforzado mediante la incorporación de alguna fuente adicional, la mejora de la calidad de los resultados y la realización del primer ciclo completo de difusión mensual, trimestral y anual de datos y notas metodológicas. Además, estos trabajos se han llevado a cabo manteniendo una elevada y creciente coherencia con los datos de las cuentas nacionales.

En el ámbito de la Central de Balances, se ha colaborado en el desarrollo del documento «Información Financiera-Pyme», que forma parte del proyecto de circular que da cumplimiento a la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial. En concreto, la Central de Balances ha proporcionado su base de ratios sectoriales de las sociedades no financieras, que permite conocer la posición relativa de las empresas respecto a otras de su mismo sector y tamaño. Para este proyecto se han realizado diversas mejoras en esa base de datos, con el fin de aumentar la calidad de la información.

Finalmente, dentro del marco del Plan de Educación Financiera, el Banco de España ha puesto en marcha la realización de la Encuesta de Competencias Financieras, a partir de entrevistas personales a una muestra amplia de individuos, con el fin de obtener información sobre la inclusión y los conocimientos financieros.

## 9 Reclamaciones y consultas del cliente bancario

En 2015 se presentaron 20.262 reclamaciones

En 2015 se produjo una disminución en el número de reclamaciones presentadas por los usuarios de servicios bancarios, continuando de esta forma la tendencia iniciada en el año precedente. Con la información provisional disponible a la fecha de cierre de este Informe, se habrían registrado 20.262 reclamaciones. Esta disminución responde, principalmente, al descenso de las reclamaciones referidas a «cláusulas suelo».

El número de consultas recibidas en el servicio de atención telefónica también ha disminuido en 2015 —en torno a un 29 %—, con un total de 38.804, de las cuales 3.237 fueron telemáticas y 35.567 telefónicas. Por su parte, el Portal del Cliente Bancario registró 3,8 millones de visualizaciones en 2015.

Por lo que respecta al seguimiento y control de la publicidad, el número de requerimientos de cese o rectificación de anuncios, en medios tradicionales y en medios digitales, ascendió a 196 —un 32 % más que el año anterior—, que fueron atendidos en su totalidad.

## 10 Comunicación externa

La política de comunicación del Banco de España tiene como objetivo mejorar el conocimiento sobre sus funciones y actuaciones, así como contribuir a garantizar la confianza de los ciudadanos en el sistema financiero, que es una pieza clave de la estabilidad financiera.

### 10.1 RELACIONES CON LOS MEDIOS DE COMUNICACIÓN

En 2015, los representantes del Banco celebraron 16 encuentros informativos y conferencias con periodistas nacionales y extranjeros. También se actualizó la estructura de su Sala de Prensa virtual para facilitar la navegación y el acceso a los contenidos.

Al margen de estas acciones dirigidas específicamente a los medios, el Banco de España utilizó sus publicaciones periódicas (*Informe Anual*, *Boletín Económico* e *Informe de Estabilidad Financiera*) y las intervenciones de sus directivos como vía principal para dar a conocer sus puntos de vista. Así, el gobernador compareció en junio ante el Congreso para presentar el *Informe Anual*, y en agosto y septiembre, ante el Congreso y el Senado, respectivamente, en relación con el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado. El subgobernador, por su parte, compareció en abril ante el Congreso en calidad de presidente de la Comisión Rectora del FROB.

Además de estas intervenciones parlamentarias, los miembros de los órganos de gobierno del Banco participaron en una treintena de foros nacionales e internacionales.

### 10.2 PROGRAMA DE COMUNICACIÓN INSTITUCIONAL

El sitio web del Banco de España y sus portales especializados constituyen los canales más importantes de comunicación con la sociedad, por su agilidad, eficiencia y coste.

#### 10.2.1 Información al ciudadano

Las estadísticas de acceso corroboran la importancia de esta vía de comunicación. En 2015 hubo un total de 6,1 millones de visitas, en las que se consultaron más de 24,6 millones de páginas y se descargaron 16,8 millones de ficheros.

Junto con el sitio web, el Banco de España pone a disposición de los usuarios diversos portales, que tienen por objeto cubrir las necesidades específicas de información de determinados segmentos, entre los que destaca el Portal del Cliente Bancario, que recibió 3,8 millones de visitas.

Consciente de la demanda creciente de materiales audiovisuales, ofrece 30 vídeos propios y del Banco Central Europeo y más de 600 fotos a través de sus cuentas en *Youtube* (<http://www.youtube.com/user/bdeeuro>) y en *Flickr* ([https://www.flickr.com/photos/bde\\_fotos](https://www.flickr.com/photos/bde_fotos)). Además, en 2015 distribuyó 22.400 unidades de material divulgativo del Banco de España y 14.500 ejemplares de productos informativos y educativos del Eurosistema.

El Banco de España atendió el año pasado en total más de 103.300 solicitudes de información de empresas y de ciudadanos, principalmente a través de la Dirección General de Economía y Estadística y del Departamento de Conducta de Mercado y Reclamaciones.

#### 10.2.2 Iniciativas educativas

Las visitas de escolares y asociaciones aumentaron un 33 % en 2015

El Portal Educativo, que reúne un gran número de recursos didácticos para fomentar el conocimiento del Banco de España y del Eurosistema, se ha consolidado como una herramienta de aprendizaje para la comunidad educativa, como muestran las más de 2,7 millones de páginas consultadas en 2015 por más de 23.000 visitantes.

El Banco de España dispone, tanto en su sede central de Madrid como en la red de sucursales, de un programa de visitas escolares e institucionales, que en 2015 superó los 8.800 visitantes, lo que supone un 33 % más que en el ejercicio anterior. Las visitas pueden concertarse a través del Portal Educativo del Banco de España.

Los 2.385 estudiantes españoles inscritos en la quinta edición del concurso Generación Euro han supuesto el 41 % de los participantes en la competición

En abril de 2015 se celebró en la sede del Banco de España la fase final de la cuarta edición del concurso Generación Euro, resultando ganador el equipo del colegio Viaró, de Barcelona, que, además de recibir un premio en el Banco de España, viajó a Fráncfort para participar, junto con el resto de los ganadores nacionales de la zona del euro, en una ceremonia celebrada en la sede del BCE y recoger un diploma de manos de su presidente, Mario Draghi. En octubre de 2015, el Banco de España convocó la quinta edición del concurso. De los 5.810 alumnos europeos inscritos, 2.385 cursaban estudios de Bachillerato o Formación Profesional de grado medio en centros educativos españoles, lo que supone un 41 % del total.

En 2015 continuó desarrollándose en la red de sucursales del Banco el programa educativo sobre banca central, dirigido a profesores de Economía de Educación Secundaria, Bachillerato y Formación Profesional, para promover el conocimiento sobre la banca central, la supervisión y la estabilidad financiera.

En el ámbito del Plan de Educación Financiera, una iniciativa desarrollada de forma conjunta con la CNMV, se intensificaron las acciones para fomentar la adhesión de nuevos colaboradores al Plan: actualmente hay 24 organismos adheridos y otros cinco están en vías de consolidarse como colaboradores.

Este último año se ha continuado impartiendo el programa de Educación Financiera en los colegios, con una participación de 520 centros y alrededor de 45.000 estudiantes.

El 5 de octubre se celebró el primer «Día de la Educación Financiera»

Entre las iniciativas desarrolladas, también destaca la celebración del primer «Día de la Educación Financiera», el pasado 5 de octubre. Este día, entre otras actividades organizadas por los colaboradores del Plan, se entregaron los III Premios Escolares de la Educación Financiera.

Gracias a las acciones realizadas, ha aumentado la difusión de la web [finanzasparatodos.es](http://finanzasparatodos.es), que ha contabilizado más de dos millones de visitas a la web, con 4,6 millones de páginas vistas, y se ha impulsado la presencia en las redes sociales, en las que los mensajes del Plan han llegado a más de 200.000 usuarios.

10.2.3 Campañas de comunicación

Como miembro del Eurosistema, el Banco de España participó en la campaña informativa del BCE para la puesta en circulación de los billetes de la serie Europa. Entre las diversas iniciativas para informar del nuevo billete de 20€, el tercero en aparecer tras los de 5€ y 10€, destaca el sitio web <http://www.nuevos-billetes-en-euros.eu> como principal canal de información sobre las características del nuevo billete y de la serie Europa, en general.

El Banco de España reforzó las acciones informativas del Eurosistema con entrevistas en medios de comunicación a responsables del Banco del área de efectivo, una campaña en medios digitales y en la red social Facebook, la distribución de 1,2 millones de piezas informativas y la difusión del contenido del vídeo «Descubre el nuevo billete de 20€» en cajeros automáticos, así como otras acciones sectoriales, entre las que destacan las jornadas de divulgación del euro a profesionales del efectivo. El Banco de España realizó, además, jornadas para informar de las características del nuevo billete de 20€ en la comunidad educativa. Por último, participó en la promoción del concurso del BCE *Euro Run* entre los escolares de Primaria.

11 Organización y administración interna

La plantilla total del Banco de España, a 31 de diciembre de 2015, se situó en 2.891 personas. Además, 146 empleados procedentes del Banco trabajan en organismos internacionales.

11.1 RECURSOS HUMANOS

La media de antigüedad muestra una suave tendencia decreciente, quedando al final del año por debajo de los 14,5 años. La proporción de mujeres es del 47 % y los puestos de responsabilidad cubiertos por mujeres representan un 30,3 %.

La plantilla total del Banco de España se situó en 2.891 personas

Durante este año cambiaron de puesto 148 personas, un 5,14 % del total de empleados, incluyendo la cobertura interna de 74 puestos de jefatura.

En el primer semestre de 2015 se llevó a cabo un proceso de detección de necesidades formativas en las distintas áreas del Banco, con el fin de elaborar un plan de formación trienal 2015-2017. El tiempo medio de formación por empleado alcanzó las 53 horas en el conjunto del año. El 77 % de la plantilla realizó un curso completo y 229 empleados asistieron a cursos internacionales, incluyendo los organizados por el Banco de España.

El Banco de España continúa publicando sus ofertas en portales de empleo y a través de su nuevo perfil en LinkedIn ([linkedin.com/company/banco-de-espana](https://www.linkedin.com/company/banco-de-espana)), que cuenta ya con 10.300 seguidores, con el fin de atraer a los mejores profesionales.

#### 11.2 SERVICIOS GENERALES

En el ámbito de la contratación, se cumplió el Plan Anual aprobado para el ejercicio: se tramitaron 223 expedientes y 4 convenios, y se cancelaron 150 contratos. Asimismo, se gestionaron 160 prórrogas y denuncias de contratos y 83 anexos y modificaciones contractuales, renegociando los precios con reducción de costes. También se avanzó en la contratación conjunta del Eurosistema, formalizando 6 contratos en el marco de EPCO (*European Procurement Coordination Office*).

La conclusión de la reforma de las instalaciones del Archivo General ha permitido incrementar en 850 m<sup>2</sup> la superficie de oficinas del complejo de Cibeles. También se ha creado un nuevo acceso de peatones, separándolo del tráfico de vehículos y mejorando además la evacuación del personal del complejo en caso de emergencia.

En el marco de la protección de las infraestructuras del Banco de España, se han redactado los correspondientes planes, que han sido presentados para su aprobación por la Secretaría de Estado de Seguridad.

#### 11.3 PATRIMONIO, OFICINA VIRTUAL Y BIBLIOTECA

En cuanto a la colección de obras de arte del Banco, se han gestionado un total de doce préstamos. Entre ellos destaca, por su particular proyección internacional, la cesión temporal de tres obras de Francisco de Goya para la exposición «Goya: The Portraits», presentada en la National Gallery de Londres entre septiembre de 2015 y enero de 2016.

En relación con el fomento de la difusión y conocimiento de las colecciones integrantes del patrimonio histórico-artístico documental, en 2015 se publicó el libro *Planos históricos de los edificios del Banco de España. Madrid y sucursales*. La publicación concluye el trabajo desarrollado en los últimos años en relación con la colección de planos de arquitectura, con una doble finalidad: identificar y catalogar los fondos existentes, y efectuar las tareas necesarias para su estabilización y conservación.

Dentro del proceso de transformación digital del Banco, se ha avanzado en la ejecución de dos líneas de actuación complementarias. Por un lado, ha continuado la digitalización garantizada de los expedientes de uso frecuente, iniciada en 2014, que dota a las copias digitalizadas de plena validez y eficacia jurídica frente a terceros. Y, por otro, han comenzado los trabajos necesarios para permitir la digitalización de la documentación recibida en papel en el Banco y su puesta a disposición de los departamentos en formato electrónico.

También se ha llevado a cabo la remodelación de la Oficina Virtual, entorno electrónico seguro que ofrece el Banco de España a ciudadanos, empresas, instituciones financieras

y Administraciones Públicas para realizar sus trámites, simplificando la información ofrecida en ella y mejorando su usabilidad.

Con el fin de mejorar el acceso a los recursos electrónicos de información que facilita la Biblioteca del Banco de España, se iniciaron los trabajos para la instalación de una herramienta de descubrimiento, que podrá usarse desde el exterior del Banco, y permitirá hacer en cualquier momento una búsqueda unificada sobre el catálogo, bases de datos y revistas electrónicas.

En cuanto a la conservación y difusión del patrimonio bibliográfico, se ha puesto en marcha un proyecto de digitalización de 700.000 páginas para los próximos cuatro años y se ha continuado el proyecto de estabilización y restauración de algo más de 1.000 volúmenes del Fondo de Especial Valor.

También se ha iniciado la publicación de *La Biblioteca informa*, un boletín electrónico cuatrimestral que acerca los fondos y los servicios de la Biblioteca a todos los usuarios, a través de reseñas de libros, revistas y artículos, información sobre los proyectos de la Biblioteca, así como novedades e iniciativas del Banco y de otros organismos afines relacionadas con los libros y las publicaciones.

#### 11.4 SISTEMAS DE INFORMACIÓN

Una aplicación gratuita del Banco de España permite acceder desde dispositivos móviles a dos simuladores de productos bancarios

El Banco de España ha puesto a disposición de los ciudadanos una aplicación gratuita, que se puede descargar en dispositivos que utilicen los sistemas operativos IOS y Android (desde Apple App Store y Google Play, respectivamente), y que permite acceder desde dispositivos móviles a dos de los simuladores que están disponibles en el Portal del Cliente Bancario, facilitando la realización de cálculos financieros habituales relacionados con los depósitos bancarios o los préstamos.

En 2015 entró en funcionamiento el sistema *TARGET2-Securities* (T2S), uno de los mayores proyectos de infraestructura puestos en marcha hasta ahora por el Eurosistema, cuyo objetivo es proporcionar una plataforma única paneuropea que facilite la liquidación centralizada en dinero de banco central de las operaciones de valores en euros o en otras monedas. A él se han incorporado inicialmente las centrales depositarias de valores de Suiza, Grecia, Malta, Rumanía e Italia, a los que ofrece una solución técnica común para la ejecución de la liquidación de las operaciones de valores. El Banco de España, como prestador de servicios informáticos al Eurosistema, realiza diariamente funciones de soporte y mantenimiento del sistema, tanto para dar cobertura a la producción diaria como para atender las actividades relacionadas con la preparación de la incorporación del resto de centrales depositarias de valores del Eurosistema.

Dentro del marco de colaboración entre los bancos centrales europeos, el Banco de España ha implantado un nuevo sistema de gestión de efectivo que permite realizar la comunicación, gestión y tratamiento de ingresos y disposiciones, tanto en billetes como en monedas. Este sistema utiliza los estándares de comunicación GS1 con entidades financieras, compañías de transporte de fondos y bancos centrales nacionales, e incorpora nuevos servicios tecnológicos para el tratamiento de efectivo.

También se ha iniciado la fase de investigación del proyecto del Eurosistema denominado *AnaCredit* (*Analytical Credit Datasets*), cuyo objetivo es el establecimiento de un sistema de información sobre créditos y riesgo de crédito en el ámbito de la zona del euro. El proyecto informático, liderado por el BCE, cuenta con la participación del Banco de España y del Banco de Portugal, formando un consorcio dirigido por el primero, cuyo cometido es

la construcción del subsistema encargado de la elaboración y diseminación de la información que remiten los bancos centrales nacionales, para su análisis posterior.

#### 11.5 INTERVENCIÓN GENERAL

Los proveedores ya pueden presentar sus facturas en formato electrónico

Como consecuencia de la publicación de la *Ley 25/2013, de impulso de la factura electrónica y creación del registro contable de facturas en el sector público*, en mayo de 2015 el Banco de España se adhirió al portal FACe, desarrollado por el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas para la recepción de facturas en formato electrónico.

Desde entonces, los proveedores del Banco que lo deseen pueden presentar sus facturas en formato electrónico. Está previsto que, en un futuro próximo, el Banco exija que este procedimiento sea obligatorio para todas las facturas superiores a 5.000 euros si el proveedor es persona jurídica.

El Eurosistema aprobó el esquema propuesto por el Banco de España para el reparto de los ingresos monetarios generados por el programa de compra de activos

Durante 2015, el Banco de España, a través de su participación en el Comité de Contabilidad e Ingresos Monetarios del Eurosistema, ha contribuido de forma muy activa a la definición del esquema de reparto entre los bancos centrales nacionales de los ingresos monetarios generados por las nuevas carteras de política monetaria, adquiridas en el marco del programa de compra de activos.

El nuevo esquema de reparto, propuesto inicialmente por el Banco de España y finalmente aprobado por el Consejo de Gobierno, supone un tratamiento equilibrado de los ingresos y de los riesgos derivados de estas carteras, lo que tendrá un impacto significativo en la cuenta de resultados de los bancos centrales nacionales del Eurosistema durante un prolongado período.

El Banco de España continuó desarrollando en 2015 su sistema de gestión de riesgo operacional, introduciendo nuevas mejoras en ámbitos como la identificación de las aplicaciones informáticas que dan soporte a los procesos del Banco, la identificación de la normativa reguladora de dichos procesos, el incremento de la cobertura financiera del riesgo operacional patrimonial, así como la adaptación y la integración de las metodologías específicas de análisis de riesgos de seguridad física y lógica desarrolladas al amparo de la *Ley de Protección de Infraestructuras Críticas*.

Por otro lado, se ha continuado con una intensa actividad internacional en esta área, participando en la implantación del sistema de gestión del riesgo operacional en el ámbito del Eurosistema/SEBC y copresidiendo, junto con la Reserva Federal de Filadelfia, el grupo internacional de trabajo sobre riesgo operacional (IORWG, por sus siglas en inglés), integrado por 68 bancos centrales.

#### 11.6 AUDITORÍA INTERNA

La Auditoría Interna presta servicios independientes y objetivos de aseguramiento y consulta, con el objetivo de añadir valor a la actividad del Banco de España. Ayuda a la institución a cumplir sus objetivos, aportando un enfoque sistemático y disciplinado para evaluar y mejorar la eficacia de los procesos de gestión de riesgos, control y gobierno.

La actividad del Departamento de Auditoría Interna (DAI) se establece mediante planes trienales de auditoría, y a partir de ellos se elaboran los correspondientes planes anuales. Conforme al Plan Anual de 2015, derivado del Plan Trienal 2014-2016, el DAI ha realizado casi una veintena de auditorías, tanto de las específicas del Banco de España como de las comunes del SEBC, y ha llevado a cabo el seguimiento de las recomendaciones emitidas en anteriores auditorías. Asimismo, en el marco del mencionado Plan Anual 2015, se ha iniciado la primera auditoría sobre el MUS.

Durante el año 2015, el Departamento Jurídico vio sustancialmente incrementada su actividad de asesoría interna respecto a los años precedentes, especialmente debido a la necesidad de resolver numerosas cuestiones relacionadas con el MUS y el nuevo marco institucional de resolución, así como con las medidas no convencionales de política monetaria. En la vertiente externa, además de tramitar las peticiones de información o colaboración procedentes de particulares, personas jurídicas, organismos públicos y otros bancos centrales nacionales, atendió el año pasado 2.190 peticiones de información y colaboración procedentes de juzgados y tribunales de todos los órdenes jurisdiccionales. En este ámbito, destaca la colaboración que se presta a jueces penales o fiscales en sus investigaciones respecto de conductas presuntamente delictivas llevadas a cabo por entidades de crédito o por sus cargos de administración o dirección.

Cabe señalar también la tramitación de 113 denuncias relacionadas con la actividad de entidades supervisadas o con la eventual utilización de denominaciones o con el ejercicio de actividades reservadas a las entidades de crédito.

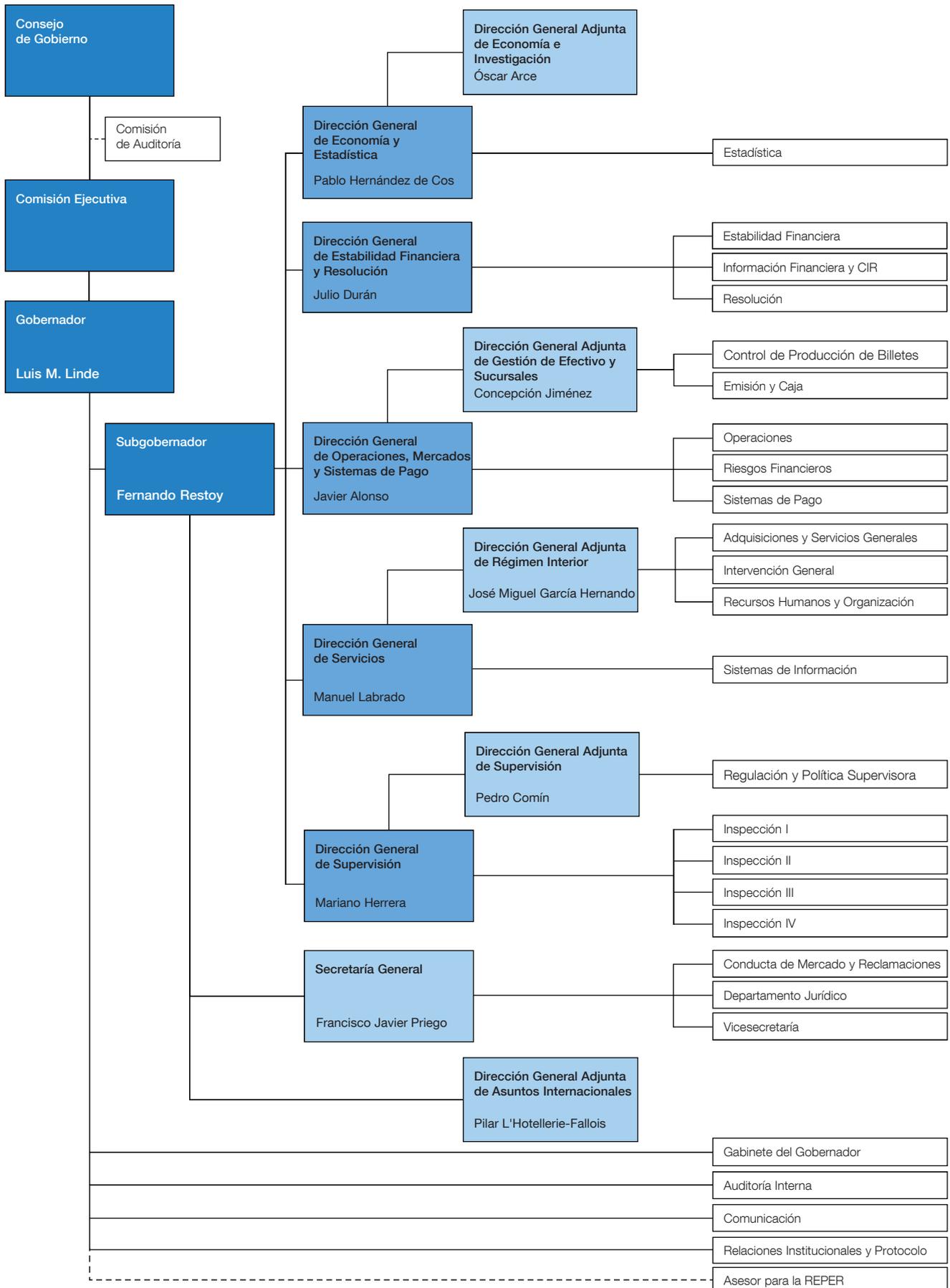
Por último, en el ámbito precontencioso, entre otras actuaciones, se elaboraron, a petición del Ministerio de Economía y Competitividad, 43 informes defendiendo la legalidad de resoluciones dictadas por el Banco de España que habían sido recurridas en alzada. Asimismo, en el ámbito contencioso, fueron 25 los procedimientos judiciales iniciados durante 2015 en los que el Banco de España actuaba como demandante o demandado.



## COMPOSICIÓN DE LOS ÓRGANOS DE GOBIERNO DEL BANCO DE ESPAÑA



# ORGANIGRAMA GENERAL DEL BANCO DE ESPAÑA



## CONSEJO DE GOBIERNO

GOBERNADOR	Luis M. Linde
SUBGOBERNADOR	Fernando Restoy
CONSEJEROS	Carmen Alonso Maximino Carpio Rafael Castejón Ángel Luis López Guillem López Vicente Salas
SECRETARIA GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA	Rosa María Sánchez-Yebra
VICEPRESIDENTA DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES	Lourdes Centeno
DIRECTORES GENERALES DEL BANCO <i>(Con voz y sin voto)</i>	Javier Alonso Julio Durán Pablo Hernández de Cos Mariano Herrera Manuel Labrado
SECRETARIO <i>(Con voz y sin voto)</i>	Francisco Javier Priego
REPRESENTANTE DEL PERSONAL DEL BANCO <i>(Con voz y sin voto)</i>	Mariano Serrano

## COMISIÓN EJECUTIVA

GOBERNADOR	Luis M. Linde
SUBGOBERNADOR	Fernando Restoy
CONSEJEROS	Ángel Luis López Vicente Salas
DIRECTORES GENERALES DEL BANCO ( <i>Con voz y sin voto</i> )	Javier Alonso Julio Durán Pablo Hernández de Cos Mariano Herrera Manuel Labrado
SECRETARIO ( <i>Con voz y sin voto</i> )	Francisco Javier Priego



## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.). La lista completa de las publicaciones del Banco de España se encuentra en su sitio web, en [http://www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones/Relacionados/Fic/cat\\_publ.pdf](http://www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones/Relacionados/Fic/cat_publ.pdf).

La mayor parte de estos documentos está disponible en formato pdf y se puede descargar gratuitamente en el sitio web del Banco de España, en <http://www.bde.es/webbde/es/secciones/informes/>. El resto puede solicitarse a [publicaciones@bde.es](mailto:publicaciones@bde.es).

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2016  
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)

## SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Públicas	IFM	Instituciones Financieras Monetarias
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	IGAE	Intervención General de la Administración del Estado
ANFAC	Asociación Nacional de Fabricantes de Automóviles y Camiones	IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
BCE	Banco Central Europeo	INE	Instituto Nacional de Estadística
BCN	Bancos Centrales Nacionales	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BE	Banco de España	IPC	Índice de Precios de Consumo
BOE	Boletín Oficial del Estado	IPI	Índice de Producción Industrial
BPI	Banco de Pagos Internacionales	IPRI	Índice de Precios Industriales
CBE	Circular del Banco de España	IPSEBENE	Índice de Precios de Servicios y de Bienes Elaborados No Energéticos
CE	Comisión Europea	ISFLSH	Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
CCAA	Comunidades Autónomas	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CCLL	Corporaciones Locales	NEDD	Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	OBS	Obra Benéfico-Social
CEM	Confederación Española de Mutualidades	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española	OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OM	Orden Ministerial
CNE	Contabilidad Nacional de España	OOAA	Organismos Autónomos
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
DEG	Derechos Especiales de Giro	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	OSR	Otros Sectores Residentes
DGT	Dirección General de Tráfico	PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
EC	Entidades de crédito	PIB	Producto Interior Bruto
EFC	Establecimientos financieros de crédito	PIBpm	Producto Interior Bruto a precios de mercado
Eonia	Índice medio del tipo de interés del euro a un día ( <i>Euro Overnight Index Average</i> )	PNB	Producto Nacional Bruto
Euríbor	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros ( <i>Euro Interbank Offered Rate</i> )	RD	Real Decreto
Eurostat	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas	RM	Resto del Mundo
EPA	Encuesta de población activa	Sareb	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria
FAAF	Fondo para la Adquisición de Activos Financieros	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
FEADER	Fondo Europeo Agrícola de Desarrollo Rural	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
FEAGA	Fondo Europeo Agrícola de Garantía	SEPE	Servicio Público de Empleo Estatal
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	SME	Sistema Monetario Europeo
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	TAE	Tasa Anual Equivalente
FEP	Fondo Europeo de Pesca	TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
FFPP	Fondos de Pensiones	UE	Unión Europea
FGD	Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito	UEM	Unión Económica y Monetaria
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	UE-15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria	UE-25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
FMI	Fondo Monetario Internacional	UE-27	Países componentes de la Unión Europea desde 1.1.2007
FMM	Fondos del Mercado Monetario	UE-28	Países componentes de la Unión Europea desde 1.7.2013
FSE	Fondo Social Europeo	VNA	Variación Neta de Activos
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo	VNP	Variación Neta de Pasivos
ICO	Instituto de Crédito Oficial		

## SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

De acuerdo con la práctica de la UE, los países están ordenados según el orden alfabético de los idiomas nacionales.

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (lev búlgaro)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EUR (euro)
IE	Irlanda	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
HR	Croacia	HRK (kuna)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	EUR (euro)
LV	Letonia	EUR (euro)
LT	Lituania	EUR (euro)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forint húngaro)
MT	Malta	EUR (euro)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (zloty polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
RO	Rumanía	RON (nuevo leu rumano)
SI	Eslovenia	EUR (euro)
SK	Eslovaquia	EUR (euro)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	Estados Unidos	USD (dólar estadounidense)

## ABREVIATURAS Y SIGNOS

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
m€/me	Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
pb	Puntos básicos.
pp	Puntos porcentuales.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
$T_j^i$	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
$m_j$	Tasa de crecimiento básico de período j.
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese período y el siguiente.
...	Dato no disponible.
—	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
0,0	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.