Óscar Arce*
José González Mínguez*
Lucio San Juan*

UN BALANCE DE LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA

La puesta en marcha, durante la crisis, de un conjunto amplio de medidas tanto a nivel europeo como nacional ha permitido corregir una parte sustancial de los desequilibrios que la economía española había acumulado durante la anterior fase expansiva y los primeros compases de la crisis, lo que a su vez ayuda a explicar la fortaleza de la recuperación. No obstante, desde que se iniciara la actual fase de recuperación, la persistencia de niveles elevados de endeudamiento público, en un contexto en el que el crecimiento potencial permanece en cotas moderadas, hace que la economía sea todavía vulnerable ante posibles nuevas perturbaciones.

Palabras clave: *competitividad, crisis, desequilibrios, economía española, recuperación, reformas.*
Códigos JEL: *A10, E00, G01, H00.*

1. Introducción

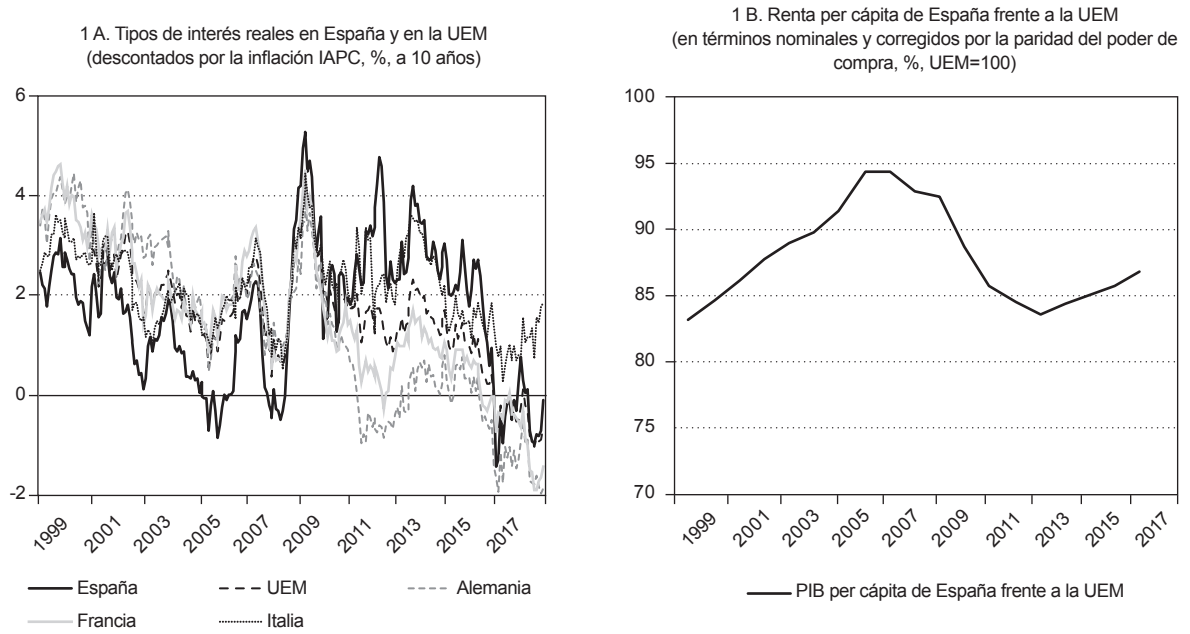
La pasada crisis puso de manifiesto, en España y en otras economías, la existencia de una serie de vulnerabilidades que acentuaron, en magnitud y duración, los efectos de las perturbaciones procedentes de los mercados financieros globales. En particular, la pérdida de competitividad y la excesiva expansión del crédito dieron pie a un elevado déficit por cuenta corriente y a un desmedido crecimiento del mercado de la vivienda, cuya consecuencia fue que, con respecto al tamaño de la perturbación, los efectos fueran muy severos en términos de pérdida de PIB y de empleo en nuestro país.

Sobre la base de la corrección de los desequilibrios macrofinancieros, la economía española ha completado cinco años de recuperación económica, tras los cuales se ha logrado superar el nivel de PIB previo a la crisis, aunque, en términos del empleo, aún queda una parte del camino por recorrer. Este artículo hace balance de la actual fase expansiva y analiza la capacidad de la economía para hacer frente a eventuales perturbaciones futuras. A estos efectos, es útil recapitular acerca de las fuentes de vulnerabilidad que dieron lugar a la crisis, como forma de extraer lecciones que ayuden a identificar las vulnerabilidades actuales y adoptar las políticas que permitan reducir el coste de las perturbaciones futuras.

* Banco de España.

GRÁFICO 1

TIPOS DE INTERÉS REALES EN ESPAÑA Y EN LA UEM - RENTA PER CÁPITA DE ESPAÑA FRENTE A LA UEM



FUENTES: BCE y Eurostat. Última observación: 2017 para la renta per cápita y noviembre de 2018 para los tipos de interés.

2. La crisis: causas, desarrollo y consecuencias

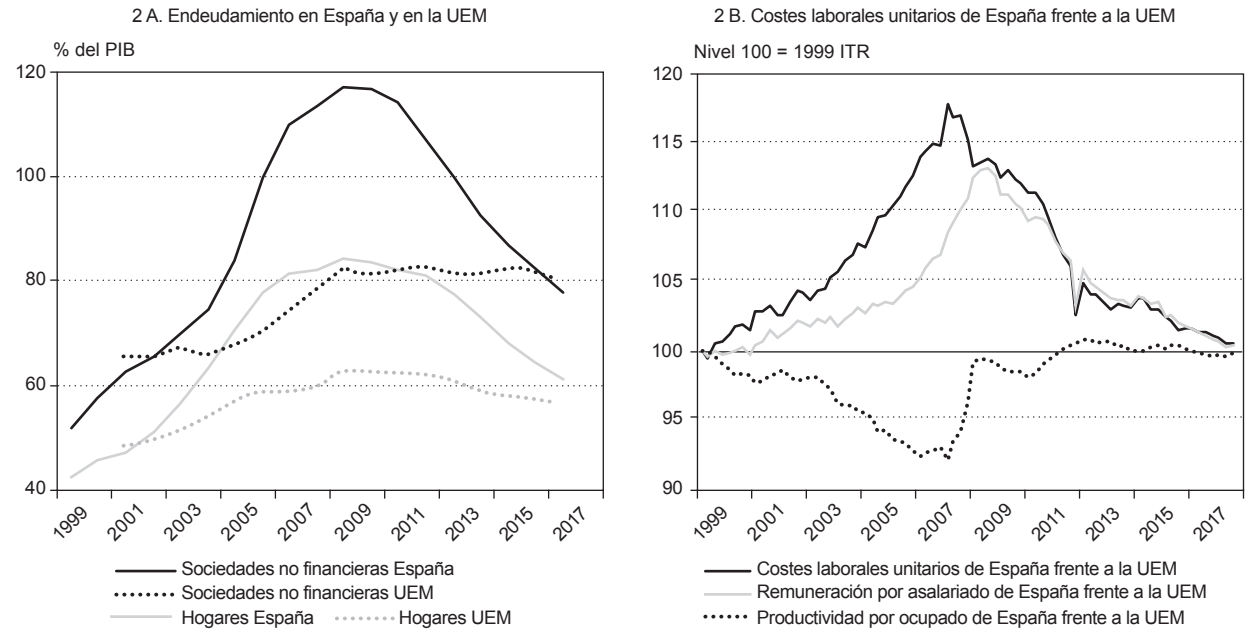
La génesis de la crisis

La entrada de España en la UEM en 1999 supuso la adopción de un entramado institucional orientado en mayor medida hacia la estabilidad macroeconómica que el que existía hasta entonces, lo que condujo a un pronunciado descenso de los tipos de interés y de las tasas de inflación, que tendieron a converger rápidamente a los niveles de los países socios que los tenían más bajos. Este entorno favoreció un comportamiento muy expansivo de la actividad, basado, en gran parte, en el aumento del crédito asociado a la disminución de los tipos de interés, tanto nominales como reales (Gráfico 1A), lo que dotó al gasto de los agentes residentes de un impulso excepcional. De este modo, tanto el PIB como el empleo registraron tasas de variación anuales del 3,8 % en el promedio del período 1999-2007, 1,5 pp y 2,5 pp más que en el conjunto del área del euro, respectivamente. Esta evolución permitió que la renta per cápita de España en relación con la de la UEM aumentara, en términos corregidos por la paridad del poder de compra, en 11 pp entre esos años hasta el 94 % (Gráfico 1B).

En contrapartida, la expansión crediticia condujo a un aumento abrupto del endeudamiento de los hogares y las empresas, que, como porcentaje del PIB, se duplicó aproximadamente entre 1999 y 2007, hasta alcanzar el 81 % y el 110 %, respectivamente, frente a ratios mucho más moderadas en el conjunto del área del euro (Gráfico 2A).

GRÁFICO 2

ENDEUDAMIENTO PRIVADO EN ESPAÑA Y EN LA UEM - CLU DE ESPAÑA FRENTE A LA UEM



FUENTES: BCE y Eurostat. Última observación: 2017 para la deuda privada, que figura en términos consolidados y se incluyen préstamos y títulos de renta fija; tercer trimestre de 2018 para los CLU.

Estos flujos de financiación se dirigieron, en una proporción muy elevada, a la construcción y la promoción inmobiliaria, en un contexto de fuerte incremento de la demanda de vivienda propiciado por aumentos elevados de renta percibidos como permanentes, criterios de acceso al crédito y condiciones para su concesión muy favorables, notable incremento de la población derivado de la entrada neta de inmigrantes y expectativas de revalorización de los activos residenciales que, posteriormente, resultaron ser demasiado optimistas; factores que se retroalimentaron.

Ante la insuficiencia del ahorro nacional para financiar el auge inmobiliario, se recurrió de manera muy intensa a la financiación exterior, canalizada a través de los bancos, que financiaron su expansión crediticia fundamentalmente a través de emisiones de bonos de titulización y cédulas, respaldadas, a su vez, por préstamos hipotecarios, y adquiridas por no residentes. De este modo, el crecimiento del mercado inmobiliario y el del crédito destinado a financiarlo se reforzaron mutuamente, lo que dio lugar a la generación de una espiral especulativa caracterizada por un aumento desmesurado de los precios, del parque de viviendas y de la deuda hipotecaria que, en buena medida, excedió lo que podría justificarse en base a la evolución de sus determinantes fundamentales.

Simultáneamente, la economía española experimentó elevadas pérdidas de competitividad frente al exterior en términos de precios y costes. Así, la diferencia entre la inflación en España y en el área del euro, medida por las tasas anuales respectivas del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), fue

positiva y cercana a 1 pp en el promedio 1999-2007, debido al mayor dinamismo tanto de los márgenes empresariales como de los costes laborales unitarios (CLU) en términos relativos frente a la UEM. En concreto, el aumento de los CLU en España superó en casi 20 pp en términos acumulados al del área del euro, lo que tuvo su origen, en parte, en crecimientos salariales comparativamente mayores en España y, en parte, en una evolución de la productividad menos favorable (Gráfico 2B).

Esta pérdida de competitividad, junto con la pujanza de la demanda, impulsó las importaciones españolas hasta el 32 % del PIB, al tiempo que las exportaciones se mostraron relativamente estables, en términos tanto de PIB como de su cuota en los mercados exteriores. Estos desarrollos se reflejaron en continuados déficits por cuenta corriente, que, a su vez, se trasladaron a un deterioro muy significativo de la posición de inversión internacional neta (PIIN) —esto es, la diferencia entre los activos y los pasivos de los agentes residentes en España frente al exterior—, cuyo saldo deudor ascendió desde el 35 % del PIB a principios de 1999 hasta el 80 % del PIB a finales de 2007, nivel muy alto en comparación internacional (Gráfico 3A).

En suma, por un lado, España participó rápidamente de los beneficios de su acceso a la unión monetaria, alcanzando niveles de prosperidad sin precedentes. Pero, por otro lado, ello llevó aparejada una cierta subestimación de los riesgos asociados a la acumulación de desequilibrios[1]. En aquellos años, tampoco existían mecanismos eficaces de detección y control de los desajustes macrofinancieros, a nivel global; carencia que, en el contexto europeo, paliarían posteriormente la puesta en marcha del procedimiento de desequilibrios excesivos, el establecimiento de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, la implantación de autoridades macroprudenciales nacionales y la incorporación de herramientas para la mitigación de los riesgos financieros agregadas al arsenal de instrumentos de los supervisores[2]. Además, en el caso concreto de la economía española, las políticas implementadas no contribuyeron a potenciar la eficiencia de los mercados de factores y productos y, por ende, a aumentar la productividad y la competitividad frente al exterior.

Adicionalmente, el período de bonanza debió haber servido para construir un mayor margen de actuación de la política fiscal ante perturbaciones adversas. Sin embargo, si bien hubo una caída significativa de la deuda pública entre 1999 y 2007 (desde el 61 % hasta el 36 % del PIB), gran parte de este descenso obedeció a los ingresos procedentes del excepcional ciclo inmobiliario y de su efecto arrastre sobre el resto de la economía, a la vez que los aumentos del gasto público tenían una naturaleza eminentemente estructural.

El desarrollo de la crisis

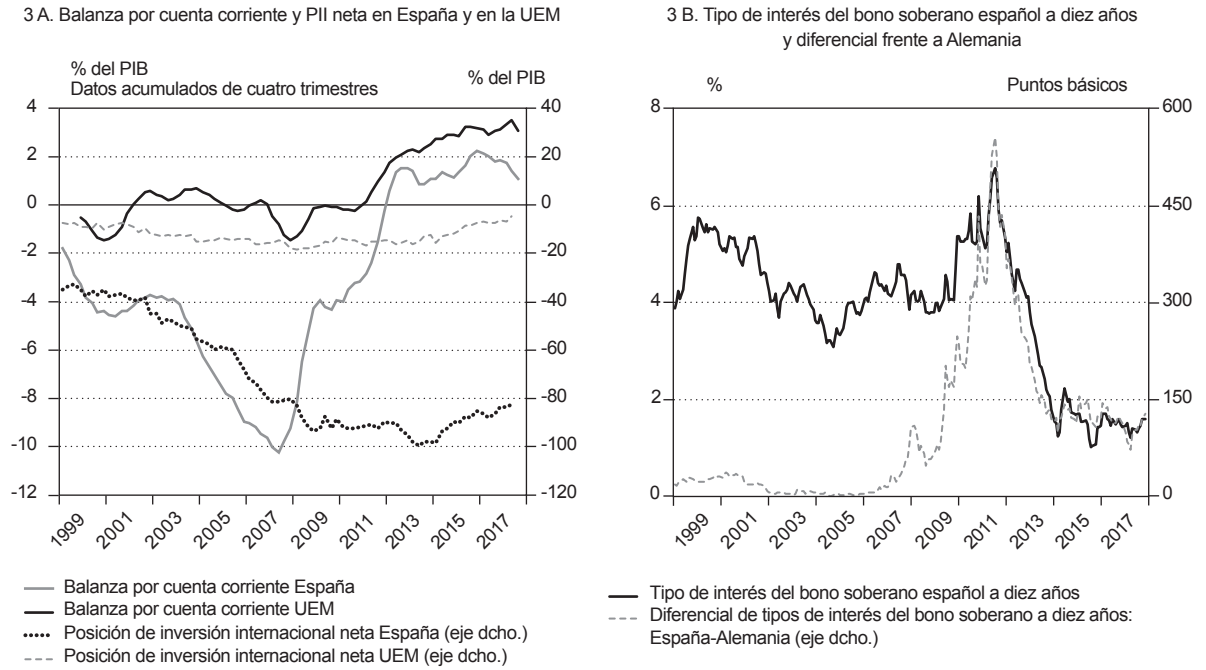
Al inicio de la crisis, la paralización de algunos mercados globales de financiación mayorista condujo, en numerosas economías, a un endurecimiento de las condiciones de financiación y a una reducción de la propia disponibilidad de crédito. En España, el ajuste en el mercado inmobiliario, el encarecimiento de la financiación y el aumento de las dificultades para el acceso a la misma, la destrucción de empleo, la atonía del gasto interno ante el cambio de las expectativas de renta futura, y el deterioro de los balances y las crecientes necesidades de desapalancamiento de familias y empresas fueron factores que se reforzaron entre sí, intensificando la profundidad de la recesión en nuestro país.

[1] Aunque en grados que difieren enormemente por países, el fenómeno fue generalizado a nivel global, de modo que los desequilibrios macrofinancieros mundiales acumulados durante la primera década del siglo, en conjunción con las políticas económicas que los alimentaron, fueron los principales factores que coadyuvaron al estallido de la Gran Recesión. Véase, por ejemplo, Obstfeld y Rogoff (2009).

[2] Arce y San Juan (2012) explican cómo el funcionamiento deficiente de los sistemas de control y transferencia de riesgo de crédito a escala mundial potenció los efectos negativos de la acumulación de desequilibrios macroeconómicos.

GRÁFICO 3

BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y PII NETA EN ESPAÑA Y EN LA UEM - TIPO DE INTERÉS DEL BONO SOBERANO ESPAÑOL A DIEZ AÑOS Y DIFERENCIAL FRENTE A ALEMANIA



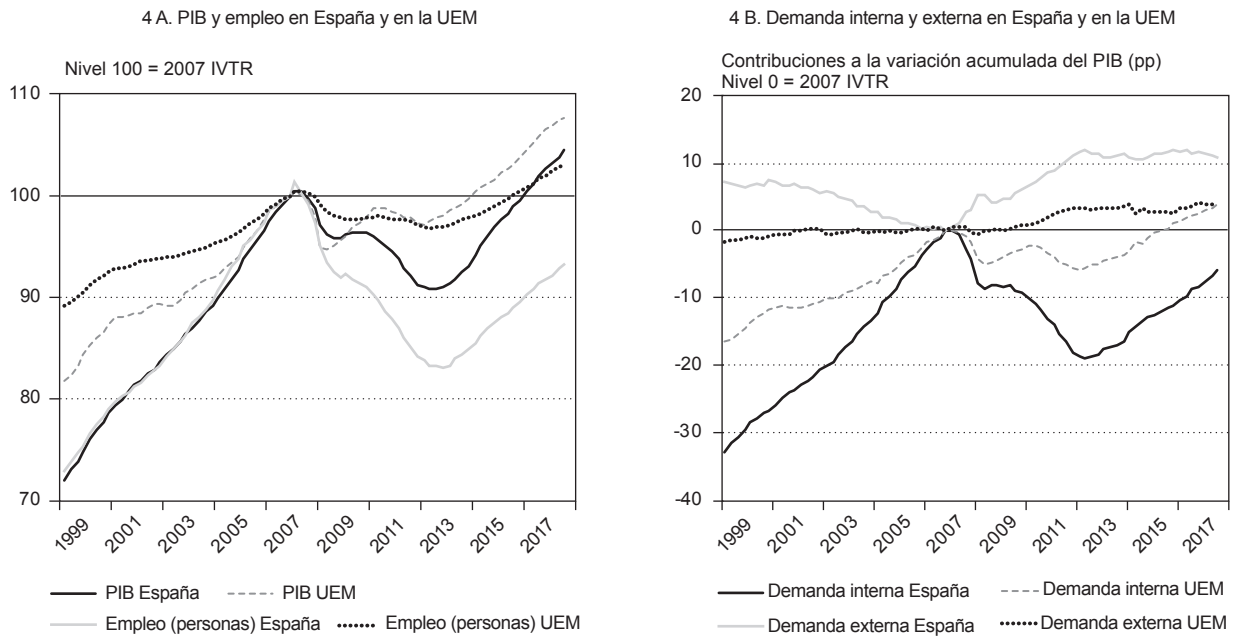
FUENTES: BCE y Eurostat. Última observación: segundo trimestre de 2018 para PII neta y tercer trimestre para la balanza por cuenta corriente; noviembre de 2018 para los tipos de interés.

En este primer estadio de la crisis, las políticas económicas adoptadas en España se mostraron impotentes para contrarrestar sus severos efectos. La política presupuestaria expansiva supuso un aumento significativo del gasto público en un contexto en el que, además, los ingresos fiscales habían descendido fuertemente, como consecuencia del drástico ajuste del mercado inmobiliario y de la rápida caída del empleo. La consecuencia fue un rápido deterioro de las finanzas públicas. Además, las medidas inicialmente adoptadas para fortalecer el sistema financiero se vieron desbordadas a la hora de contener el rápido deterioro de los balances de las entidades.

Con el paso del tiempo, la conjunción de las deficiencias en la gobernanza europea con el empeoramiento de las finanzas públicas y los balances bancarios en varios países europeos, incluida España, hicieron aflorar las tensiones en los mercados financieros del área del euro que llevaron a la crisis de deuda soberana europea. Las crecientes preocupaciones sobre los riesgos soberanos y bancarios y su retroalimentación llegaron a poner en cuestión la irreversibilidad del euro. La merma de la confianza sobre la economía española condujo a que las entidades de crédito comenzaran a experimentar dificultades en su acceso a los mercados de financiación mayoristas, encaminando a la economía hacia una recaída en la recesión, sin que la reacción de la política fiscal en 2010-2011, tornándose contractiva para reconducir las finanzas públicas hacia una senda más sostenible, pudiera restaurar la confianza.

GRÁFICO 4

PIB Y EMPLEO Y DEMANDA INTERNA Y EXTERNA EN ESPAÑA Y EN LA UEM



FUENTE: Eurostat. Última observación: tercer trimestre de 2018.

En esta fase, se observaron voluminosas salidas de capitales al exterior, amortiguadas en parte por un aumento del recurso de las entidades de crédito a la liquidez del BCE, que alcanzó máximos históricos. En los mercados financieros españoles, los tipos de interés de la deuda pública alcanzaron sus registros más elevados desde los años previos a la entrada en la UEM (Gráfico 3B), las bolsas cayeron intensamente, las primas de riesgo de las empresas repuntaron con fuerza y, en general, las condiciones financieras y el acceso a la financiación volvieron a endurecerse significativamente.

La normalización de los flujos financieros y el inicio de la recuperación fueron la consecuencia de un conjunto de políticas aplicadas tanto a nivel nacional como europeo. En el curso del año 2013, este conjunto de medidas logró estabilizar la situación, revirtiendo la caída del PIB y el empleo. Los desequilibrios que habían exacerbado los efectos de la crisis, como el sobredimensionamiento del sector inmobiliario o la pérdida de competitividad, habían empezado a corregirse. Sin embargo, la crisis había dado lugar a la aparición de nuevos desequilibrios de enorme magnitud y de distinta naturaleza a aquellos que la habían originado, como los severos aumentos de la deuda pública —hasta superar el 100 % del PIB en 2014— y la tasa de desempleo —que llegó a exceder el 26 % de la población activa en 2013—, a la vez que persistían algunos otros, como la elevada dependencia de la financiación exterior (la PII neta se aproximó al 100 % del PIB en 2014).

El balance de la crisis

Como consecuencia de los desequilibrios que se habían acumulado previamente, el coste de la recesión

fue mucho más severo en España que en el conjunto del área del euro en términos de pérdidas tanto de producto como de empleo (Gráfico 4A). Desde el punto de vista de sus componentes, el descenso del PIB (de 9 pp, frente a solo 2 pp en el área del euro) fue consecuencia del desplome de la demanda interna, en tanto que la demanda exterior neta contribuyó positivamente al crecimiento agregado (Gráfico 4B).

Dentro de la demanda interna, el componente más afectado fue la inversión en construcción, en consonancia con el hecho de que la evolución del mercado residencial estuviera en el núcleo tanto del origen del ciclo expansivo como de la amplificación de la posterior recesión, de modo que la inversión nominal en vivienda como porcentaje del PIB descendió entre 2006 y 2013 más de 8 pp hasta el 4 %. A esta evolución contribuyó el ajuste de las cantidades y también el de los precios (Gráfico 5A).

Pero también experimentaron notables retrocesos los demás componentes de la demanda interna privada. En concreto, la inversión productiva se vio especialmente golpeada durante la crisis por el aumento de la incertidumbre y las restricciones de crédito[3]. En cuanto al consumo de las familias, la contracción del gasto en bienes duraderos, como automóviles o equipamiento del hogar, fue comparativamente mucho más intensa que en el caso de otros productos cuya demanda es más inelástica o cuyo gasto es más difícil ajustar de forma inmediata[4].

Por lo que respecta a la demanda externa, las importaciones se desplomaron como consecuencia del comportamiento contractivo de la demanda interna, mientras que, tras su caída en 2008 en consonancia con la súbita contracción del comercio mundial aquel año, las exportaciones repuntaron a partir de 2009 (Gráfico 5B). Por ramas, el retroceso de la actividad fue generalizado, aunque con una intensidad más acusada en la construcción, tanto en términos de valor añadido bruto como de empleo. De las pérdidas totales de puestos de trabajo, cercanas a 3.900.000 personas —tres cuartas partes de las del conjunto del área del euro durante la crisis—, el 44 % correspondió a esta rama (Gráfico 6A). Paralelamente, la tasa de paro ascendió desde el 8 % en el segundo trimestre de 2007, su mínimo desde 1980, hasta sobrepasar el 26 % en el tercer trimestre de 2013, el máximo histórico de las series disponibles.

El pinchazo de la burbuja inmobiliaria se trasladó al crédito bancario, en el que el segmento receptor de financiación más afectado fue el de las empresas de construcción y promoción inmobiliaria, cuyas ratios de morosidad repuntaron dramáticamente, hasta casi el 40 %.

Desde el punto de vista de las consecuencias sociales de la crisis, durante la recesión pudo observarse un aumento de la desigualdad en términos de renta per cápita, como resultado, fundamentalmente, del fuerte incremento de la tasa de paro y del descenso del número de horas efectivas trabajadas, que afectaron principalmente a los colectivos de la parte inferior de la distribución salarial, como los trabajadores jóvenes y aquellos con menor formación y experiencia[5]. De modo análogo, la crisis supuso un aumento de la desigualdad medida en términos de riqueza, en tanto que los hogares con mayor nivel de renta acumulan, en general, un porcentaje superior de su riqueza en activos financieros, cuyo valor se vio menos afectado durante la recesión que el de la vivienda, activo en el que los hogares de renta baja concentran su riqueza.

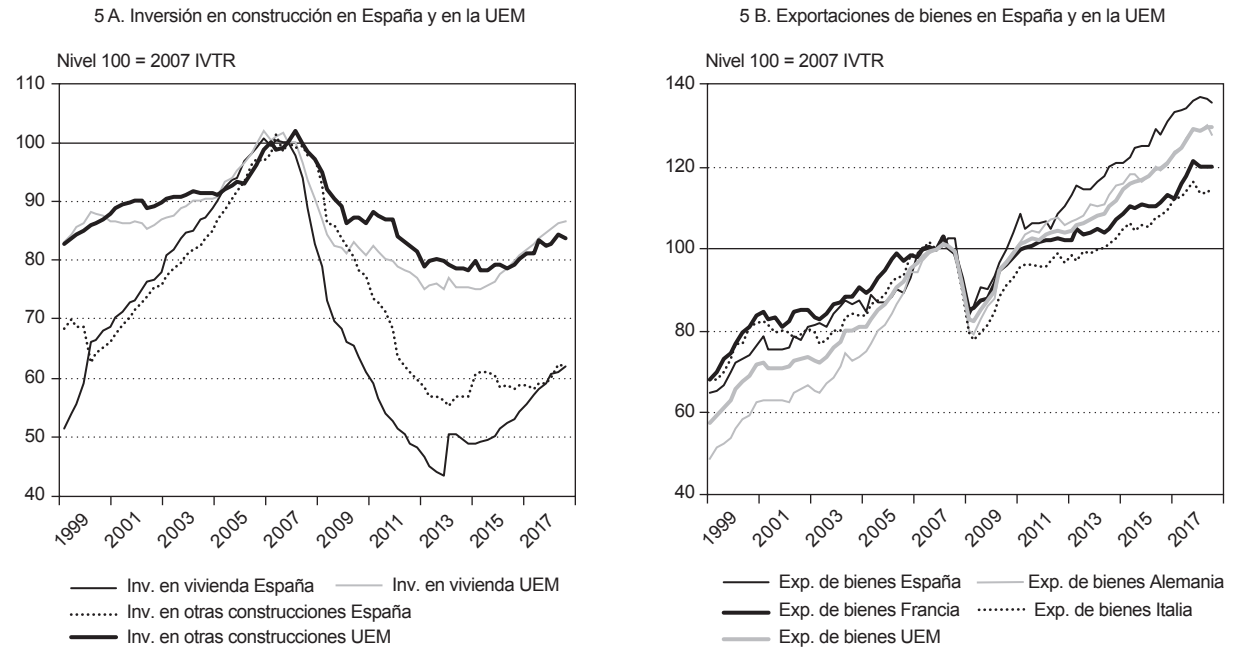
[3] Véanse González-Mínguez, Posada y Urtasun (2014), para un análisis del impacto de estos factores en el caso español, y Banco Central Europeo (2018), en el del conjunto del área del euro.

[4] Véase González-Mínguez y Urtasun (2015). Además, las repercusiones de las restricciones crediticias sobre este tipo de gasto son habitualmente más pronunciadas —Arce, Prades y Urtasun (2013)—. Todos estos desarrollos generaron una demanda embalsada de estos bienes, que se materializaría en la recuperación.

[5] Véase Brindusa, A. *et al.* (2018). Algunos elementos idiosincrásicos de la sociedad española ayudaron, no obstante, a contener el incremento de la desigualdad de la renta y su impacto en el consumo, como un tamaño medio del hogar elevado en comparación con los países de nuestro entorno, debido a la emancipación más tardía de los miembros más jóvenes del hogar en nuestro país.

GRÁFICO 5

INVERSIÓN EN CONSTRUCCIÓN Y EXPORTACIONES DE BIENES EN ESPAÑA Y EN LA UEM



FUENTE: Eurostat. Última observación: tercer trimestre de 2018.

3. La recuperación: los logros y los retos

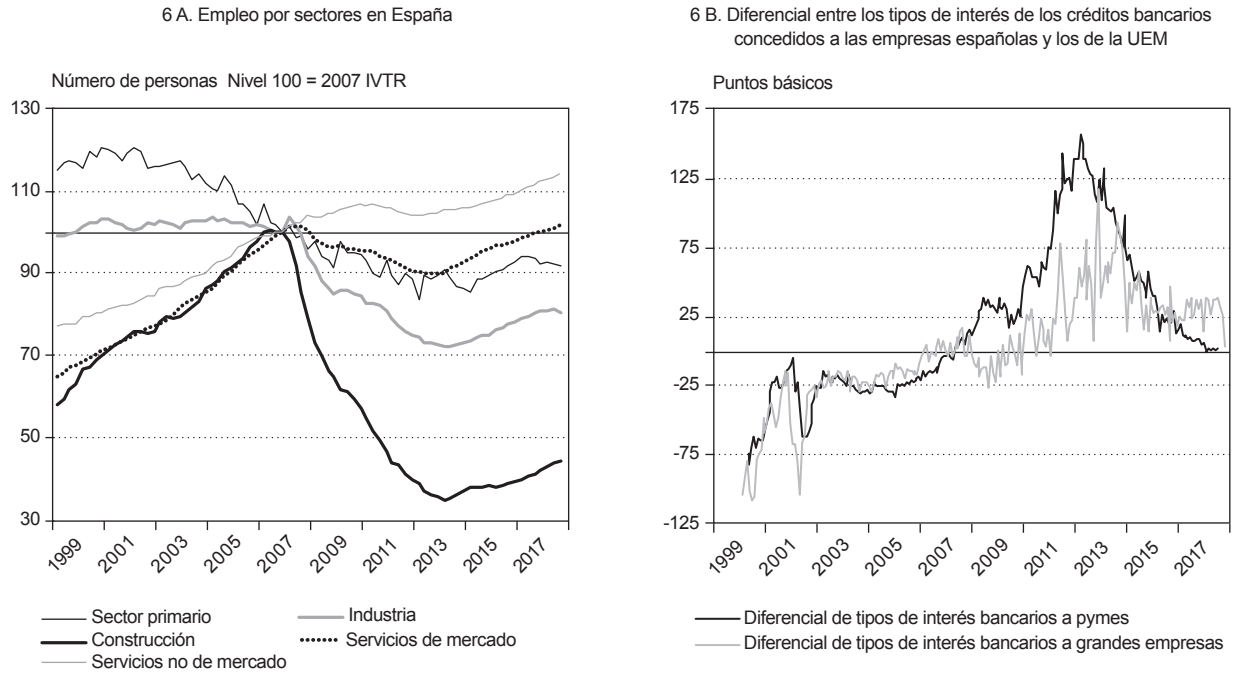
Los factores explicativos de la recuperación

La recuperación de la economía española ha descansado sobre el restablecimiento de los equilibrios macrofinancieros descritos anteriormente, lo cual ha sido, a su vez, el resultado de la confluencia de numerosos factores, que comprenden tanto elementos estructurales como otros de naturaleza más coyuntural. Los primeros incluyen las políticas adoptadas tanto a nivel nacional como en el ámbito europeo. En el terreno de la reestructuración del sistema financiero, la petición de asistencia financiera por parte del Gobierno español a las instituciones europeas, en junio de 2012, permitió acelerar el saneamiento y la recapitalización del sector bancario. En el ámbito europeo, se dieron los primeros pasos hacia la construcción de la Unión Bancaria, con la propuesta de creación del Mecanismo Único de Supervisión. Además, en el terreno de la política monetaria, el BCE emprendió, en el verano de ese año, algunas acciones de calado que contribuyeron a aliviar la fragmentación en los mercados financieros dentro de la UEM.

En el frente de la política fiscal, se emprendieron actuaciones orientadas a la corrección del desequilibrio de las cuentas públicas, lo que, entre otras medidas, incluyó varias reformas del sistema de pensiones. Asimismo, en el plano laboral, durante los primeros años de esta década, se adoptaron medidas para dotar a las empresas de mayor capacidad para adaptar el uso del factor trabajo a la situación específica de cada una de ellas, lo que desincentivó la destrucción de

GRÁFICO 6

EMPLEO POR SECTORES EN ESPAÑA - DIFERENCIAL ENTRE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LOS CRÉDITOS BANCARIOS CONCEDIDOS A LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS Y LOS DE LA UEM



FUENTE: Eurostat. Última observación: tercer trimestre de 2018 para el empleo y octubre de 2018 para los tipos de interés bancarios aplicados a empresas.

empleo como mecanismo principal de ajuste y aumentó los alicientes para la contratación.

Esta reforma del mercado laboral realizó una contribución esencial a la recuperación de la competitividad de la economía española, al promover la moderación salarial y una mayor flexibilidad en la asignación del empleo[6]. Desde el inicio de la crisis, la economía española ha revertido completamente las pérdidas de competitividad acumuladas entre 1999 y 2008, cuando estas se miden en términos de los CLU relativos frente al conjunto de países del área del euro[7].

Este proceso de devaluación interna fue el responsable de que el primer componente de demanda en recuperarse fueran las exportaciones, que, incluso durante los años de la crisis, experimentaron un notable dinamismo. Las ventas al exterior se vieron espoleadas, adicionalmente, por la caída de la demanda interna que alentó a las empresas españolas a aumentar su diversificación geográfica, incorporando nuevos mercados, que, en general, eran además más dinámicos que los tradicionales. La ampliación del número de empresas que venden regularmente al resto del mundo dio lugar a aumentos

[6] Véase OCDE (2014), Izquierdo y Jimeno (2015) y Banco de España (2018e).

[7] La corrección ha sido menor en el caso de los distintos indicadores de precios, lo que, durante el período de crisis, pudo reflejar la necesidad de las empresas españolas de mitigar las consecuencias del endurecimiento de las condiciones de financiación a través de una ampliación de sus márgenes.

sostenidos de la cuota de las exportaciones españolas en los mercados exteriores. En la vertiente importadora, el ajuste relativo de precios y costes también ha permitido a las empresas españolas ganar competitividad en los mercados interiores, lo que ha propiciado una sustitución parcial de las compras exteriores por producción nacional[8].

Además de ayudar al proceso de recuperación de competitividad, las reformas del mercado de trabajo redujeron las necesidades de las empresas de ajustar a la baja sus plantillas, lo que condujo a menores pérdidas de empleo y, por tanto, a una evolución menos desfavorable del consumo privado y la inversión, que comenzarían a recuperarse con posterioridad.

El gasto empresarial en bienes de inversión se vio favorecido además por la mejora de las condiciones de financiación observada desde mediados de 2013, con el trasfondo de la recuperación de la confianza de los inversores. El resultado de la reestructuración del sistema bancario y, en el ámbito europeo, las actuaciones de política monetaria del BCE y los avances en la gobernanza de la UEM, en particular, en el proyecto de Unión Bancaria, permitieron que los costes de financiación de los agentes españoles comenzaran a converger a los del área del euro, de modo más acusado en el caso de las pymes, que habían sufrido con mayor intensidad el endurecimiento de sus condiciones financieras (Gráfico 6B).

Conviene subrayar que la recuperación del gasto de los hogares y empresas no ha sido un obstáculo para su desapalancamiento progresivo, hasta alcanzar ratios de deuda similares a las observadas en el conjunto del área del euro. Estos progresos en la corrección del elevado endeudamiento privado —uno de los principales desequilibrios que la economía española presentaba al inicio de la crisis— han contribuido además al descenso de la carga financiera del sector.

La intensidad de la recuperación de la economía española no ha sido, sin embargo, solamente el resultado de la obtención de mejoras estructurales. Otros factores de naturaleza más transitoria han ejercido asimismo un papel destacado. Estos incluyen las políticas de demanda y el descenso del precio del petróleo observado en los inicios de la recuperación[9]. Respecto a las políticas de demanda, la política fiscal ha mostrado un tono predominantemente expansivo desde 2014. Además, la política monetaria del BCE se ha caracterizado por un grado elevado de acomodación, desplegando su abanico de medidas no convencionales desde 2013 en un entorno de tipos de interés cercanos a cero. Estas medidas han incluido la puesta en marcha del programa de compra de deuda emitida por las Administraciones Públicas y las empresas no financieras del área del euro, el establecimiento de tipos de interés negativos en la facilidad de depósito, la formulación de orientaciones sobre el curso futuro de los tipos de interés y la realización de operaciones condicionadas de refinanciación a largo plazo.

Con respecto al precio del petróleo, su caída desde mediados de 2014 y su permanencia posterior en niveles relativamente reducidos, aunque con fluctuaciones acusadas en el período más reciente, ha abaratado la factura energética de la economía española, aumentando, por tanto, la renta real de los agentes residentes.

Un balance de la recuperación

Las pérdidas de producto sufridas durante la crisis solo se han podido recuperar casi una década después del comienzo de este episodio recesivo, de modo que el PIB se situaba, en el tercer trimestre de 2018, casi un 4 % por encima del máximo cíclico anterior, alcanzado diez años antes, avance algo menor que en el conjunto del área del euro (7 %). El mayor crecimiento

[8] Véase cap. 2 (Ajuste competitivo y recuperación de la economía española), Banco de España (2016).

[9] Para una evaluación del papel de los factores de carácter transitorio en la recuperación de la economía española, véase el recuadro 1.1 (El efecto de los factores transitorios en la evolución reciente de la economía española y su comparación con la UEM), capítulo 1, Banco de España (2017). Además de los factores mencionados en ese recuadro, los ingresos turísticos se han visto impulsados por la reorientación de flujos de turistas a España como consecuencia del aumento del riesgo geopolítico en algunos de los principales destinos competidores.

de la economía española desde el inicio de la recuperación a mediados de 2013 frente al promedio de la UEM ha permitido, junto al freno en el aumento poblacional, una vuelta a la senda de la convergencia en renta per cápita.

El aumento sostenido de las rentas, la reducción de la incertidumbre y la mejora de las condiciones financieras han favorecido la materialización de decisiones de gasto pospuestas durante la crisis, tanto de los hogares (especialmente en bienes duraderos) como de las empresas. Por su parte, el mercado de la vivienda ha retornado al crecimiento, aunque con intensidad dispar en las distintas áreas geográficas[10].

A pesar de su significativo descenso, el nivel de la tasa de paro se sitúa todavía cerca del 15 %, cifra similar a su promedio desde 1999, pero que casi duplica a la del conjunto del área del euro. La diferencia es aún más notoria en el caso de los colectivos más vulnerables (jóvenes y personas en situación prolongada de desempleo). Además, la desigualdad habría tendido a reducirse, tanto en términos de renta como de consumo y riqueza, como consecuencia del aumento del empleo y la revalorización de la vivienda[11].

4. Los elementos de soporte de la economía española en la actualidad

La corrección de los desequilibrios en el decenio posterior al desencadenamiento de la crisis ha sido un proceso muy costoso en términos de actividad y empleo[12]. Además, a pesar de todos los avances alcanzados, aún son necesarios progresos adicionales para restablecer plenamente los equilibrios macrofinancieros, reducir la vulnerabilidad de la economía ante futuras perturbaciones adversas y extender los beneficios del crecimiento a toda la sociedad. Con este trasfondo, resulta relevante evaluar cuál es a futuro la capacidad de resistencia de la economía, definida a través de tres elementos[13]. El primero de ellos vendría dado por el grado de vulnerabilidad a las perturbaciones, lo que abarca la exposición a las mismas y su frecuencia e intensidad de ocurrencia. Los factores que determinan esa vulnerabilidad incluyen, entre otros, la salud del balance agregado del conjunto de la economía y de sus distintos sectores (familias, empresas, Administraciones Públicas e instituciones financieras) y la estructura económica.

El segundo componente viene dado por la capacidad de la economía para minimizar los efectos adversos de una perturbación, en términos de pérdidas de producción y empleo, una vez que esta haya tenido lugar. Las posibilidades de absorción de las consecuencias de una perturbación serán superiores, entre otros factores, cuanto mayores sean la flexibilidad de precios y salarios, la disponibilidad de crédito o el tamaño y la eficiencia del funcionamiento de los estabilizadores automáticos.

Por último, la capacidad de resistencia de la economía es tanto mayor cuanto mayor sea la velocidad de la recuperación tras la perturbación (o, equivalentemente, cuanto menor sea la persistencia de esta última). Las características de la economía que favorecen su resistencia, desde esta perspectiva, serían aquellas que facilitan la reasignación de recursos tras el *shock*, lo que incluye un amplio abanico de factores, tales como, entre otros, el grado de competencia en los mercados de productos, la movilidad laboral, las políticas activas del mercado de trabajo y los procedimientos de insolvencia y de saneamiento de los balances bancarios.

[10] Los mayores aumentos se registran en las grandes ciudades y en áreas costeras, donde la actividad es más dinámica y existe una mayor pujanza de la demanda extranjera. No obstante, a pesar de la recuperación, la inversión nominal en vivienda se sitúa aún en el entorno del 6 % del PIB, casi la mitad de su máximo precrisis.

[11] Véase Brindusa, A. *et al*. (2018).

[12] Los efectos podrían haber ido más allá de los puramente cíclicos, de modo que se habrían producido efectos adversos sobre el crecimiento potencial a largo plazo (véanse Olivand y Turner, 2014, y Hernández de Cos, Izquierdo y Urtasun, 2011).

[13] Estos elementos están presentes en las definiciones de resistencia o resiliencia de una economía, recogida en la Comisión Europea (2018) y Caldera-Sánchez (2017).

Por tanto, los factores que determinan la resistencia de la economía son muy numerosos. En el resto del artículo se pone el foco principalmente en los relativos al primero de estos tres componentes. Con respecto a los otros dos, cabe destacar, en primer lugar, que las reformas del mercado de trabajo introducidas tras la crisis han permitido una mejora en las posibilidades de ajuste del mercado laboral a través de los precios (condiciones salariales) en lugar de las cantidades (empleo). En concreto, las reformas introdujeron vías para adaptar la evolución de los salarios a las condiciones individuales de cada compañía, que incluyen la prevalencia de la negociación salarial a ese nivel frente a los convenios sectoriales o la posibilidad de aplicación de descuelgues respecto a esos acuerdos si así lo justifica la evolución de la empresa[14]. En segundo lugar, la evolución expansiva de los márgenes empresariales a lo largo de la recuperación sugiere que algunos mercados de productos se caracterizan por un nivel limitado de competencia, lo que apunta a un posible grado insuficiente de flexibilidad de los precios frente a futuras perturbaciones.

El endeudamiento exterior

Uno de los elementos distintivos de la economía española durante la actual fase de recuperación es la coexistencia de ritmos elevados de crecimiento de la actividad y el empleo con un superávit externo, combinación que constituye una novedad en la historia económica reciente, que se había caracterizado porque las fases alcistas del ciclo daban lugar a déficits exteriores. Así, el superávit por cuenta corriente ascendió en 2017 al 1,9 % del PIB, lo que supone una mejora de 11,5 pp frente al déficit observado en 2007.

En parte, el aumento del saldo entre esas fechas se explica por factores transitorios, entre los cuales ocupan un papel destacado, en el caso de la balanza de bienes y servicios, el ciclo económico —en la medida en que el retroceso de la demanda interna a que dio lugar la crisis se tradujo en un fuerte descenso de las importaciones— y el descenso del precio del petróleo observado durante la recuperación y, por lo que respecta a la balanza de rentas, la bajada de tipos de interés. Pero, además, una parte significativa de la corrección del déficit exterior ha respondido a factores de carácter más permanente. De acuerdo con el análisis desarrollado en Banco de España (2017), la contribución del conjunto de factores de naturaleza más estructural (que incluyen en particular la reversión de la pérdida de competitividad que se había observado durante la fase expansiva) a la mejora del saldo de la balanza por cuenta corriente entre 2007 y 2015 habría ascendido casi a la mitad del total. Con ello, el saldo de esta balanza ajustado por el efecto del ciclo económico se habría situado en 2015 en torno a cero, en contraste con el déficit de casi el 8 % del PIB en el año 2007 y, según la actualización de tales cálculos, se habría mantenido aproximadamente en equilibrio en 2017[15].

No obstante, puesto que, en la fase alcista del ciclo que precedió a la crisis, los niveles de inversión doméstica superaron de modo creciente y persistente a los de ahorro, se generó una posición deudora de inversión internacional muy elevada, que el excedente de ahorro sobre inversión observado con posterioridad solo ha corregido de un modo muy limitado. En la actualidad, los pasivos exteriores netos se mantienen en un nivel muy elevado, del 85 % del PIB en el segundo trimestre de 2018[16]. Por ello, su reducción a un ritmo satisfactorio

[14] Sin embargo, en el otro lado de la balanza, la temporalidad sigue siendo muy alta, en un contexto en el que persiste una elevada dualidad en el mercado de trabajo, lo que sugiere que, ante perturbaciones futuras, el ajuste podría recaer de nuevo de manera desproporcionada sobre el empleo.

[15] Los cálculos en la Comisión Europea (2017) son más favorables. En concreto, el saldo por cuenta corriente ajustado de ciclo se habría situado en 2016 en el 1,8 % del PIB, valor muy próximo al observado.

[16] Es preciso tener en cuenta que la magnitud de la corrección observada en la recuperación se ha visto limitada por los cambios en la valoración de los instrumentos financieros, debidos, a su vez, a la evolución de sus precios y de los tipos de cambio frente al euro de las monedas en las que están denominados. Estos efectos de valoración han operado de forma adversa a lo largo de la recuperación, lo que ha sido el resultado en gran medida de la mejora de las condiciones de financiación

hasta niveles que hagan a la economía española menos vulnerable ante perturbaciones adversas o ante un deterioro de las condiciones de mercado requerirá que la duración del período de superávits exteriores se prolongue de manera sostenida[17]. De lo contrario, un hipotético deterioro de las condiciones para el acceso a la financiación exterior podría tener efectos adversos sobre la estabilidad macrofinanciera.

Más allá de su elevado nivel, sin embargo, la posición neta deudora de inversión internacional de España presenta algunos rasgos, desde la perspectiva de los cambios que se han observado en su composición en años recientes, que atenúan esos riesgos.

En primer lugar, a lo largo de la recuperación se ha ido incrementando la proporción de la inversión directa dentro del total de pasivos exteriores. Frente a los instrumentos de deuda, los pasivos materializados en inversión directa conllevan un menor nivel de riesgo por un doble motivo: porque la devolución del principal no es exigible en una fecha determinada y porque su retribución puede ser ajustada a la baja en épocas de ralentización económica.

Además, el aumento del peso de las Administraciones Públicas y el BCE entre los emisores, cuyos pasivos suelen presentar comparativamente menor coste y riesgo de refinanciación, mitiga asimismo la vulnerabilidad de la posición exterior neta de España. En esta misma dirección contribuye, por último, el aumento del plazo medio de vencimiento de la deuda.

El endeudamiento público

La deuda pública aumentó muy rápidamente con la crisis, pasando de un nivel algo inferior al 40 % del PIB en 2007 a algo más del 100 % en 2014. Ese incremento fue el reflejo del empeoramiento del saldo de las Administraciones Públicas, que pasó de registrar un superávit del 2,2 % del PIB en 2007 a un déficit del 11% en 2009, experimentando desde entonces una reducción muy lenta, que, inicialmente, vino impulsada por una mejora del saldo estructural y, a partir de 2014, por el ciclo económico, dado que la política fiscal ha mantenido un tono predominantemente expansivo desde entonces. De acuerdo con las estimaciones disponibles, el saldo primario ajustado de ciclo se situaría en 2018 todavía en el -0,8 % del PIB potencial[18]. A lo largo de la fase de recuperación, la mejora del superávit ha sido insuficiente, a pesar de los crecimientos relativamente elevados del PIB nominal, para revertir de un modo significativo la dinámica de la deuda pública, variable cuyo nivel sigue siendo muy elevado. Estos limitados progresos en la corrección de los desequilibrios fiscales constituyen un elemento de elevada vulnerabilidad ante posibles cambios en el sentimiento de los mercados y, más a largo plazo, ante una elevación de los tipos de interés[19].

El endeudamiento del sector privado

Por el contrario, los progresos realizados en el desendeudamiento del sector privado no financiero han sido notables, hasta situarse en niveles próximos a la media del área del euro. Por sectores, la deuda de las familias ha descendido hasta el entorno del 60 % del PIB, más de 20 pp por debajo de su máximo en 2009. Esta evolución ha sido compatible con la recuperación de la financiación hipotecaria de las nuevas

de la economía, que, de un modo que, *a priori*, quizá pudiera parecer paradójico, dio lugar a que la revalorización de los pasivos fuera más intensa que la de los activos. Véase cap. 3 (El proceso de ajuste de la balanza por cuenta corriente), Banco de España (2017).

[17] La Comisión Europea (2017) estima que un superávit ajustado de ciclo del 0,2% del PIB estabilizaría la posición neta de inversión internacional en el 35% del PIB en un plazo de dos décadas.

[18] Comisión Europea (2018).

[19] Además, aunque en condiciones normales, la política fiscal es una herramienta adecuada para la estabilización macroeconómica, tanto a través de los estabilizadores automáticos como mediante la adopción de medidas discrecionales de ingresos y gastos, el elevado endeudamiento público actual en España reduce la capacidad estabilizadora de la política fiscal ante una eventual recesión. En particular, el estímulo procedente de una política presupuestaria expansiva en un contexto de deuda pública elevada tiende a verse contrarrestado, de acuerdo con la evidencia disponible, por aumentos en el coste de financiación de las propias Administraciones Públicas y los agentes privados de la economía.

operaciones desde 2014, en un contexto de mejoría gradual del empleo y de la disponibilidad del crédito, cuyo coste se encuentra en niveles mínimos históricos, si bien el saldo vivo sigue cayendo. Por el contrario, el saldo vivo de los préstamos para consumo y otros fines presenta crecimientos desde 2016, como resultado de la expansión de las nuevas operaciones, particularmente elevada en el segmento de bienes duraderos[20].

Respecto al desendeudamiento de las empresas, la deuda se ha reducido hasta aproximadamente el 75 % del PIB en 2017, unos 30 pp menos que en 2009. Este desendeudamiento ha sido compatible con un comportamiento expansivo de la inversión. No obstante, los desarrollos son muy heterogéneos entre sectores y también por empresas. Así, el saldo vivo de préstamos bancarios a las actividades de construcción y promoción inmobiliaria experimenta las caídas más elevadas, situándose en más del 70 % por debajo de su máximo cíclico previo. Además, este segmento presenta las tasas de dudosidad más altas (superiores al 10 % en la actualidad) a pesar de su intensa corrección desde 2014, todo ello en consonancia con las mayores necesidades de saneamiento de los balances de este tipo de empresas. Estos desarrollos ponen de relieve que ha tenido lugar un proceso de reasignación del crédito, también patente a nivel de empresa, por el que los flujos crediticios están redistribuyéndose a aquellas compañías más productivas y con una situación financiera más sólida, lo que ha ayudado a financiar el crecimiento de la inversión[21]. Además, la recuperación de los préstamos bancarios está siendo más intensa en el segmento de las pymes, en parte porque los márgenes son más elevados frente a otras operaciones y en parte por el efecto redistributivo sobre los nuevos créditos del programa de compra de valores de las empresas no financieras del BCE[22].

Una fuente de vulnerabilidad potencial viene dada por los efectos que tendría un aumento de los tipos de interés sobre las rentas de los agentes. Aunque esta vulnerabilidad se ha reducido notablemente a lo largo de la etapa de recuperación como consecuencia del proceso de desendeudamiento llevado a cabo por empresas y hogares, hay que tener en cuenta que la reducción de la deuda a nivel agregado esconde una elevada heterogeneidad por grupos de agentes. Además, el grado de vulnerabilidad de los agentes individuales ante subidas de los tipos de interés no depende solo de su nivel de endeudamiento, sino también de otros factores, como los plazos a los que se haya contraído el mismo y la modalidad de tipos de interés (fijos frente a variables).

A futuro, no se puede descartar un aumento de los costes de financiación, dado que han alcanzado cotas mínimas históricas y, a medio plazo, cabría esperar una cierta normalización de las condiciones financieras[23].

En la medida en que un eventual incremento de los tipos de mercado se traslade a los tipos de las operaciones de activo y de pasivo, tenderá a afectar la renta disponible de los agentes. En todo caso, el impacto tendría, en principio, un alcance moderado[24].

[20] Véase el recuadro 2.2 en Banco de España (2018a) y el recuadro 5 en Banco de España (2018b).

[21] Véanse cap. 5 (El crédito y la recuperación económica), Banco de España (2015) y cap. 2 (La financiación de las sociedades no financieras españolas y sus decisiones de inversión), Banco de España (2017).

[22] Arce, Gimeno y Mayordomo (2017) evidencian que el lanzamiento del programa de compra de deuda corporativa (CSPP por sus siglas en inglés) del BCE propició un aumento de la emisión de bonos empresariales, fundamentalmente por parte de las grandes compañías, susceptibles de adquisición en el marco de este programa, y una caída de su demanda de crédito bancario, que fue redirigida hacia otras compañías con menores posibilidades de acceso a los mercados de capitales, como las pymes, contribuyendo a aumentar su inversión.

[23] En todo caso, aunque los mercados financieros esperan, en la actualidad, una senda ascendente de los tipos de interés de mercado, la subida sería reducida. Así, por ejemplo, en la fecha de cierre de los supuestos para la elaboración de las Proyecciones macroeconómicas del Banco de España de diciembre de 2018, los mercados financieros contemplaban, de acuerdo con las expectativas implícitas en la curva de rendimientos, un incremento del tipo euríbor a tres meses desde el 0,3 % en el promedio de 2018 al 0,3 % en 2021. Por su parte, el rendimiento del bono a diez años pasaría, en ese mismo período, del 1,4 % al 2,5 %.

[24] En concreto, el recuadro 7 (La sensibilidad de las rentas de las Administraciones Públicas, las sociedades no financieras y los hogares

Los balances de las instituciones crediticias

Como se ha apuntado, la restauración del mecanismo de transmisión de la política monetaria y la reestructuración, saneamiento y recapitalización del sistema financiero español han reducido la vulnerabilidad de la economía española ante eventuales perturbaciones. Desde el comienzo de la crisis, el sistema bancario español ha experimentado una reestructuración profunda, con una reducción pronunciada del número de oficinas y empleados, así como de entidades[25]. El proceso de saneamiento del sistema financiero español se ha visto favorecido por una pronunciada disminución de la morosidad, con un impacto positivo sobre el capital y las cuentas de resultados de las entidades de crédito, con el consiguiente efecto favorable sobre la oferta de crédito. No obstante, los retos a los que se enfrenta a futuro el sistema bancario español siguen siendo importantes. Así, aunque la rentabilidad ha tendido a recuperarse, se mantiene en valores claramente inferiores a los que pudieron observarse en el período previo a la crisis, en un contexto en que los reducidos márgenes de intermediación y el *stock* de activos dudosos siguen constituyendo un reto muy relevante. Adicionalmente, las entidades han de culminar la adaptación a un entorno regulatorio más estricto, que conlleva mayores requerimientos de liquidez y recursos propios, y, a más largo plazo, al nuevo marco competitivo al que están dando lugar el aumento de la desintermediación y la innovación financiera.

Los cambios en la estructura de la economía

Las modificaciones operadas en la estructura de la economía con respecto a la situación previa a la crisis han contribuido a reducir la vulnerabilidad de la economía. En particular, por el lado de la oferta, la participación de la construcción en el valor añadido se ha reducido entre 2007 y 2018 en casi 5 pp, hasta algo más del 6 % del total. Por otro lado, el peso de las exportaciones en el PIB ha aumentado en la década transcurrida desde el inicio de la crisis, evolución que, como se ha apuntado, ha contribuido a la corrección estructural del desequilibrio exterior.

5. Conclusiones

En la década posterior a la creación del euro, España, al igual que otras economías de la UEM, experimentó una pérdida de competitividad frente al resto del área y un aumento de su endeudamiento frente al resto del mundo. Lejos de ser una manifestación saludable de un proceso de convergencia hacia los niveles de desarrollo de los países más avanzados del área, esta acumulación de desequilibrios terminó revelándose como insostenible y dio lugar a una corrección abrupta. El origen de esta corrección fue la crisis financiera internacional originada en 2008 que, en España, tuvo un impacto comparativamente más severo, y que se vio agravada por la crisis de deuda soberana que afectó a varios países del área del

españoles ante aumentos en los tipos de interés) de Banco de España (2018c) analiza el impacto de una subida hipotética de los tipos de interés de mercado por encima de los incrementos ya considerados en el escenario central de las proyecciones del Banco de España de junio de 2018 sobre las rentas de las Administraciones Públicas, sociedades no financieras y hogares. En el ejercicio, se considera una elevación de los tipos de interés de mercado de 100 pb, distinguiendo si el aumento tiene lugar solo en los tipos a corto o a largo plazo, o en ambos simultáneamente. Los resultados indican que las rentas de los tres sectores considerados se verían afectadas negativamente. El impacto es comparativamente más lento en el caso de las Administraciones Públicas, teniendo lugar fundamentalmente a través del aumento en las rentabilidades a largo plazo. Por el contrario, el efecto tiene lugar de modo más rápido en el caso de hogares y sociedades no financieras, discurriendo a través de los tipos a corto plazo. En todo caso, estos efectos agregados encubren una distribución muy heterogénea de los mismos entre los distintos grupos de hogares y sociedades. Para el caso de las sociedades, el recuadro 1 (El impacto de un aumento de los costes de financiación sobre la situación financiera y económica de las empresas) en Banco de España (2018d) contiene un ejercicio análogo realizado sobre datos de empresas individuales, del cual se desprende que los efectos de un aumento de los costes de financiación sobre la rentabilidad difieren notablemente de acuerdo con el nivel de endeudamiento, que a su vez está relacionado con dimensiones tales como el tamaño o el sector de actividad.

[25] Véanse cap. 2 (Los retos del sector bancario español), Banco de España (2018e) https://www.bde.es/f/webbde/SES/Seccones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/17/Descargar/Fich/Inf2017-Cap2.pdf y el artículo de Bergés, A. *et al.* (2019) en este mismo monográfico.

euro —en concreto, aquellos que, como era el caso de España, habían acumulado un volumen mayor de desequilibrios—. Así, en el período comprendido entre 2010 y 2013 se observó una caída acusada de la valoración de la deuda soberana española, a la que los balances bancarios de nuestro país tenían una exposición relativamente elevada, lo que se sumó a los riesgos procedentes del gran volumen de activos inmobiliarios improductivos que habían acumulado estas entidades. El renovado empeoramiento del entorno macroeconómico hizo que surgieran entonces dificultades para financiar el elevado endeudamiento exterior.

La corrección de los severos desequilibrios macrofinancieros ha sido posible después de la aplicación de un amplio conjunto de medidas de política económica tanto a nivel de nuestro país como en el contexto europeo, que han sentado las bases de la actual fase de recuperación. A nivel europeo se establecieron las piezas fundamentales de la Unión Bancaria, se puso en marcha el Mecanismo Europeo de Estabilización, en su condición de herramienta para abordar las crisis en el área del euro, y, al objeto de facilitar la prevención y eventual corrección de los desequilibrios, se estableció un procedimiento de desequilibrios macroeconómicos.

A nivel nacional, los acuerdos entre los agentes sociales y las reformas del mercado de trabajo contribuyeron a la recuperación de la competitividad exterior, y las medidas de consolidación presupuestaria a moderar los cuantiosos déficits públicos generados durante los primeros años de la crisis.

Sin embargo, a pesar de que los desequilibrios seguían siendo elevados, el ritmo de las reformas se redujo significativamente tras el inicio de la recuperación. De este modo, a lo largo de la fase expansiva, la corrección de los desequilibrios ha descansado casi exclusivamente sobre los efectos beneficiosos del crecimiento económico, que ha dado lugar a una disminución del desempleo, de la deuda externa y, en magnitud muy modesta, de la deuda pública, cuyo nivel sigue siendo una fuente de vulnerabilidad de primer orden.

Las proyecciones actuales referidas a la economía española contemplan un escenario central en el que el PIB seguirá creciendo por encima de su tasa potencial, de modo que la brecha de producción positiva continuará aumentando, aunque cada vez a un ritmo menor. El hecho de que los crecimientos elevados del PIB estén siendo compatibles con el mantenimiento de la restricción exterior seguirá ayudando a que se reabsorban dos de los desequilibrios subsistentes: el desempleo y el endeudamiento frente al resto del mundo.

A futuro, no obstante, el crecimiento económico se verá apoyado en menor medida por las políticas de demanda. Por un lado, cabe esperar que la política monetaria no conserve un tono tan expansivo como el de los últimos años, a medida que la inflación del área del euro vaya convergiendo hacia el objetivo del BCE. Por otro lado, la política fiscal se verá constreñida por las necesidades de reducción del elevado volumen de deuda pública. Por consiguiente, la expansión de la actividad deberá apoyarse en mayor medida en las actuaciones que eleven el crecimiento potencial de la economía y, en particular, el ritmo de avance de la productividad total de los factores. Por consiguiente, es precisa una reanudación del impulso reformador que se pudo observar en los primeros años tras la crisis y que se ha interrumpido con posterioridad, pues, de lo contrario, las condiciones para un crecimiento sostenido y una continuación de la corrección de los desequilibrios se verán progresivamente debilitadas.

Referencias bibliográficas

[1] Arce, Ó., Gimeno, R. y Mayordomo, S. (2017). Making room for the needy: the credit-reallocation effects of the ECB's corporate QE, *Working Paper, nº 1743*, Banco de España.

[2] Arce, Ó., Prades, E. y Urtasun, A. (2013). La evolución del ahorro y del consumo de los hogares españoles durante la crisis, *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España, 65-73.

[3] Arce, Ó. y San Juan, L. (2012). Desequilibrios globales, burbujas de activos y sistema financiero. Crisis y agentes económicos: un marco mundial en movimiento. *Publicaciones Ekonomi Gerizan*, Federación de Cajas de Ahorro Vasco-Navarras, 19, 67-82.

[4] Banco Central Europeo (2018). Business investment in EU countries, *Occasional Paper Series, nº 215*. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op215.en.pdf?2cc5f998d8ca3800d667d7dad2b0a9bc

[5] Banco de España (2015). *Informe Anual 2014*. https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/14/Fich/inf2014.pdf

[6] Banco de España (2016). *Informe Anual 2015*. https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/descargar/15/Fich/inf2015.pdf

[7] Banco de España (2017). *Informe Anual 2016*. https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/16/Fich/inf2016.pdf

[8] Banco de España (2018a). *Informe de estabilidad financiera*, noviembre. https://www.bde.es/f/webbde/INF/MenuHorizontal/Publicaciones/Boletines%20y%20revistas/InformedeEstabilidadFinanciera/IEF_Noviembre2018.pdf

[9] Banco de España (2018b). *Informe trimestral de la economía española*, septiembre.

[10] Banco de España (2018c). *Informe trimestral de la economía española*, junio. https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/descargar/18/T2/Fich/be1802-it.pdf

[11] Banco de España (2018d). Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2018, artículo analítico. https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/2018/T3/Fich/beaa1803-art23.pdf

[12] Banco de España (2018e). *Informe Anual 2017*. https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/17/Descargar/Fich/Inf2017.pdf

[13] Brindusa, A., Basso, H., Bover, O., Casado, J.M., Hospido, L., Izquierdo, M., Kataryniuk, I.A., Lacuesta, A., Montero, J.M. y Vozmediano, E. (2018). La desigualdad de la renta, el consumo y la riqueza en España, *Documentos Ocasionales, nº 1806*, Banco de España. https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcasionales/18/descargar/Fich/do1806.pdf

[14] Caldera Sánchez, A., De Serres, A., Gori, F., Hermansen, M. y Röhn, O. (2017). Strengthening economic resilience: insights from the post-1970 record of severe recessions and financial crises, *OECD Economic Policy Papers, nº 20*, OECD Publishing, Paris. https://doi.org/10.1787/6b748a4b-en

[15] Comisión Europea (2017). *Alert Mechanism Report*. https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/com-2017-771-en.pdf

[16] Comisión Europea (2018). *Quarterly Report on the Euro Area*, 17(2), secc. 1. https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip086_en.pdf

[17] González, J., Posada, D. y Urtasun, A. (2014). Un análisis del comportamiento reciente de la inversión en equipo y de sus determinantes, *Boletín Económico*, junio, Banco de España, 41-50. https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/14/Jun/Fich/be1406-art3.pdf

[18] González, J.M. y Urtasun, A. (2015). La dinámica del consumo en España por tipos de productos, *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España, 69-78. https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/15/Sep/Fich/be1509-art4.pdf

[19] Hernández de Cos, P., Izquierdo, M. y Urtasun, A. (2011). Una estimación de crecimiento potencial de la economía española, Banco de España, *Documento ocasional 1.104*. https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcasionales/11/Fich/do1104.pdf

[20] Izquierdo, M. y Jimeno, J. (2015). Employment, wage and price reactions to the crisis in Spain: firm-level evidence from the WDN survey, Banco de España, *Documento ocasional 1.503*. https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcasionales/15/Fich/do1503e.pdf

[21] Leamer, E. (2007). Housing is the business cycle, *Proceedings - Economic Policy Symposium* - Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, 149-233. https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2007/PDF/Leamer_0415.pdf

[22] Obstfeld, M. y Rogoff, K. (2009). Global imbalances and the financial crisis: products of common causes. *CEPR Discussion Paper nº 7.606*. https://cepr.org/active/publications/discussion_papers/dp.php?dpno=7606

[23] OCDE (2014). *The 2012 Labour Market Reform in Spain: A Preliminary Assessment*. https://read.oecd-ilibrary.org/social-issues-migration-health/the-2012-labour-market-reform-in-spain_9789264213586-en#page1

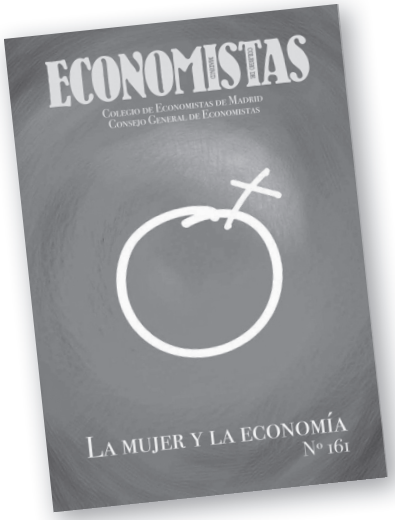
[24] Olivand, P. y Turner, D. (2014). The effect of the global financial crisis on OECD potential output, *OECD Journal*. https://www.oecd.org/eco/growth/The-effect-of-the-global-financial-crisis-on-OECDpotential-output-OECD-Journal-Economic-Studies-2014.pdf

Colegio de Economistas de Madrid

Revista del Colegio de Economistas de Madrid

ECONOMISTAS

COLEGIO DE MADRID



La revista Economistas es una publicación especializada que edita el Colegio de Economistas desde 1983. Su línea editorial y dirección corre a cargo de su director y de un Consejo. De periodicidad trimestral, publica dos números ordinarios y uno extraordinario. Este último recoge el análisis y la valoración de la economía española en el año anterior y sus perspectivas para el año en curso. Se presenta como un plural y completo balance del año realizado por un amplio grupo de especialistas. Su contenido se estructura en las siguientes áreas económicas: panorama general; sectores productivos; sistema financiero; sector público; capital humano y empleo; actividad empresarial; vivienda; economía de Madrid y el premio Nobel.

Pedidos, información y suscripciones

Colegio de Economistas de Madrid
C/ Flora, nº 1 - 28013 Madrid
Tel.: 91 559.46.02- Fax: 91 559.29.16
revista.economistas@cemad.es
www.cemad.es