

*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

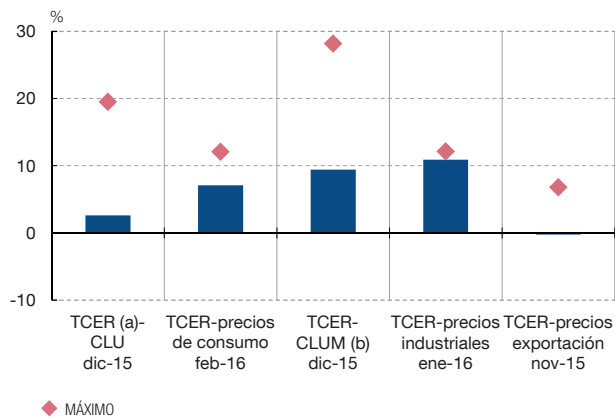
3 Véase M. Izquierdo, A. Lacuesta y S. Puente (2013), «La reforma laboral de 2012: un primer análisis de algunos de sus efectos sobre el mercado de trabajo», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España, pp. 55-64. Resultados similares se han encontrado recientemente en R. Domènech, J. R. García 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.

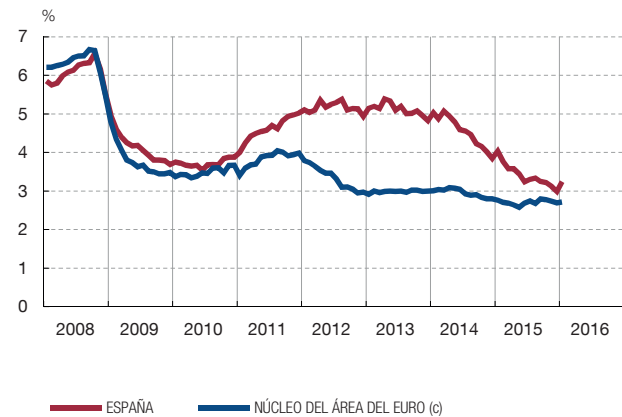
5 Véase, por ejemplo, J. Decressin, R. Espinoza, I. Halikias, D. Leigh, P. Loungani, P. Medas, S. Mursula, M. Schindler, A. Spillimbergo y T. Teng Xu (2015), *Wage moderation in crises: policy considerations and applications to the Euro Area*, IMF Staff Discussion Note 15/22.

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 prosperity-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.

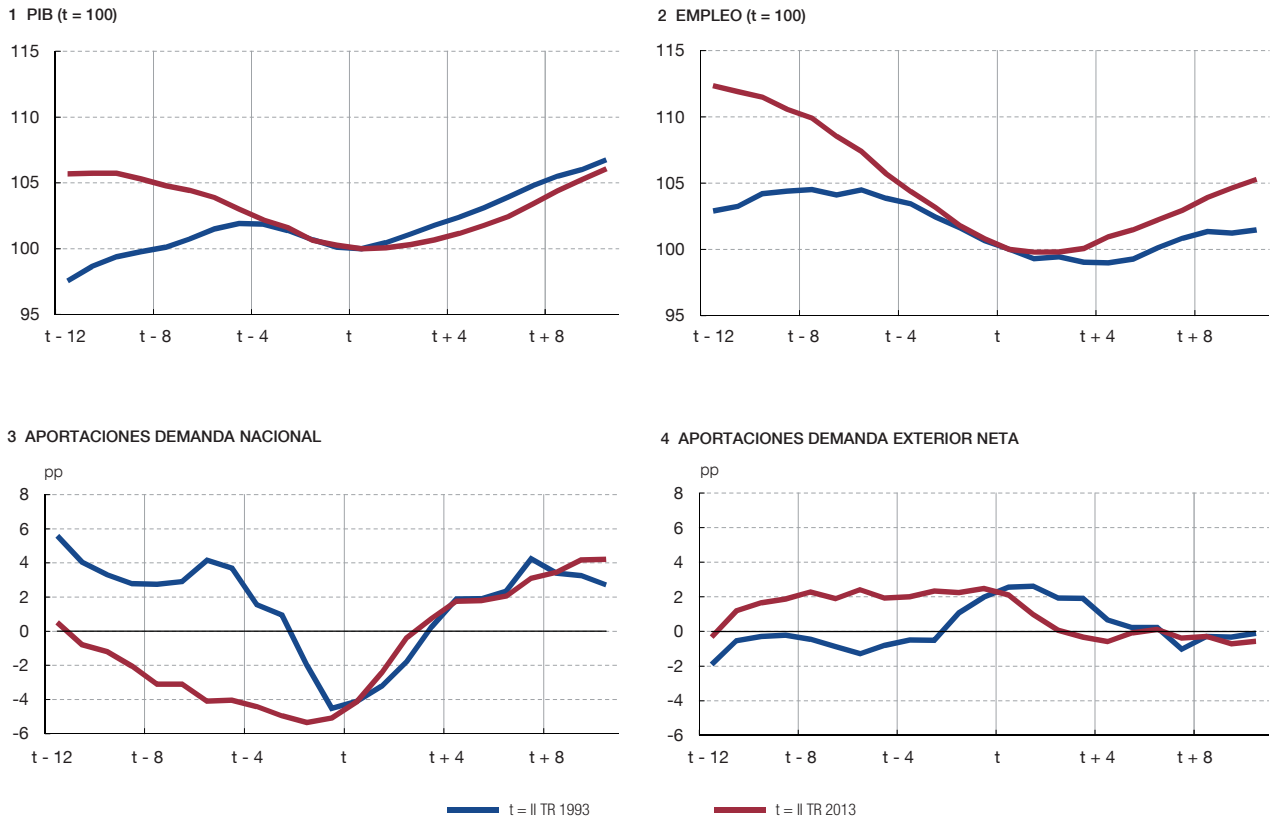
El perfil de la recuperación actual del PIB comparte algunos rasgos con el observado en la salida de la crisis de principios de los años noventa, aunque la duración de la crisis reciente fue muy superior

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.

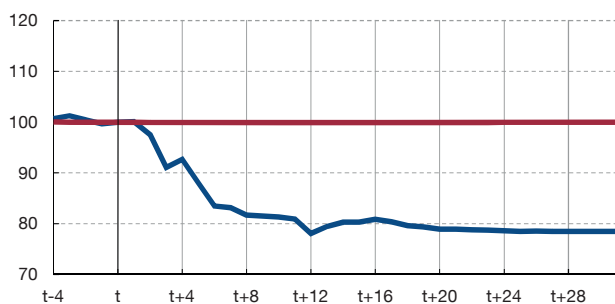


las contribuciones de la demanda nacional y externa en las dos recuperaciones analizadas<sup>12</sup>. Se observa que los perfiles de mejora del producto, a partir del mínimo cíclico, son muy similares, aunque algo más pronunciado el de la crisis de principios de los años noventa. En particular, ambas 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.

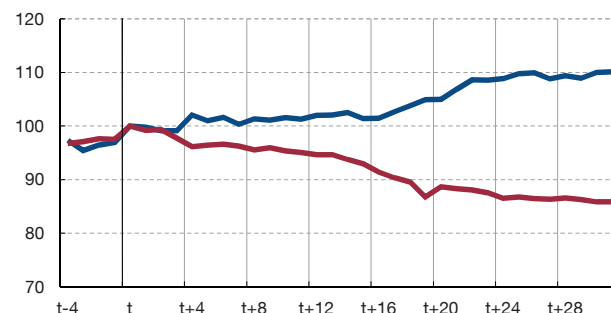
12 A. Gómez Loscos y C. Martín (2014), «Una comparación de la respuesta del sector exterior en las dos últimas recesiones», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España.

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).

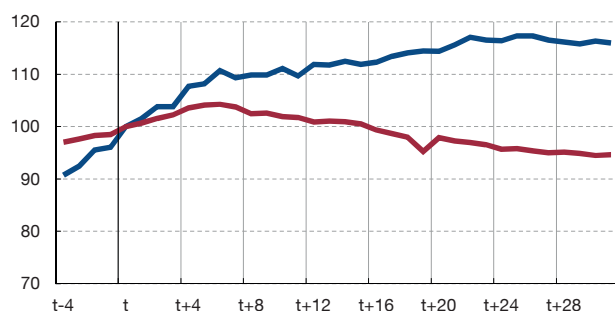
1 TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL (t = 100)



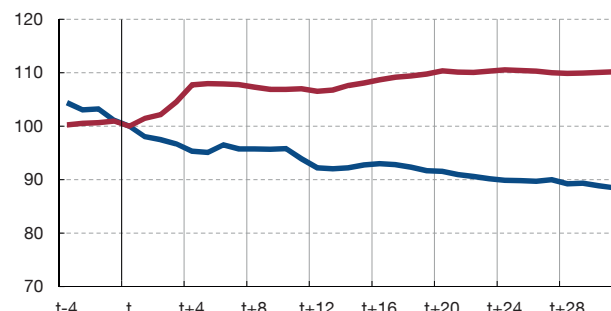
2 COSTES LABORALES UNITARIOS RELATIVOS (t = 100)



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

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

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

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>.

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).

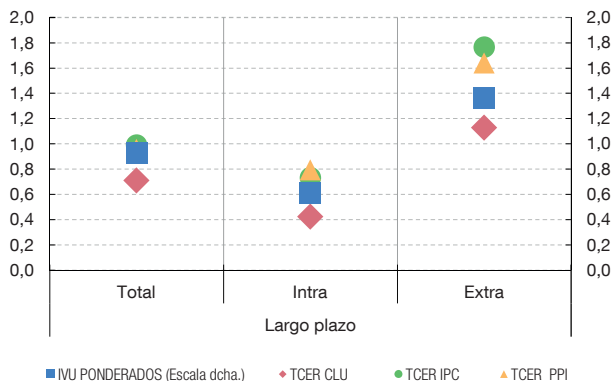
Además, la debilidad de la demanda interna durante la prolongada recesión habría hecho aumentar los incentivos de las empresas a redirigir sus ventas hacia mercados exteriores<sup>16</sup>. Esto habría podido verse reflejado tanto en un aumento del volumen de exportaciones de aquellos productores que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

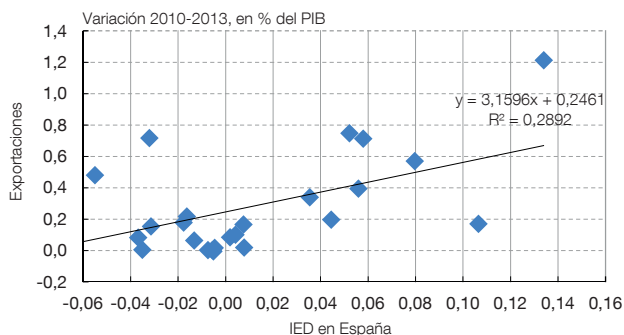
15 En general, la literatura suele encontrar que la capacidad de los indicadores de competitividad-precio o coste para explicar la evolución de las exportaciones es relativamente modesta. En A. Crespo, G. Pérez-Quirós y R. Segura-Cayuela (2011), «Indicadores de competitividad: la importancia de la asignación 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.

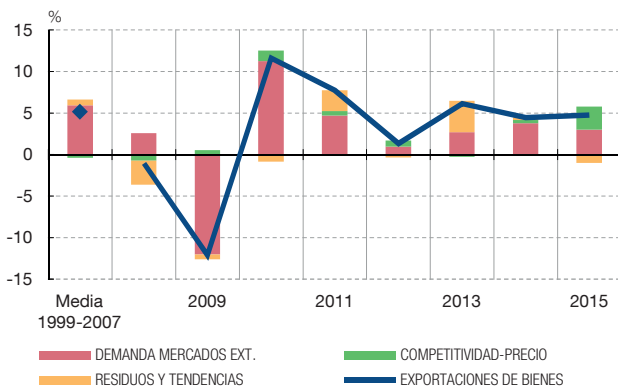
1 ELASTICIDAD DE LAS EXPORTACIONES ESPAÑOLAS A PRECIOS/COSTES FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS (a)



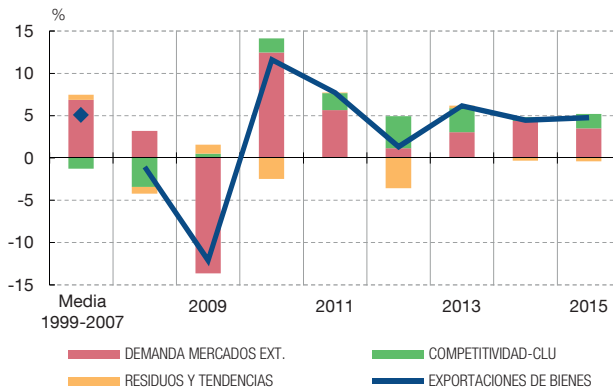
2 RELACIÓN IED EN ESPAÑA Y EXPORTACIONES POR RAMAS



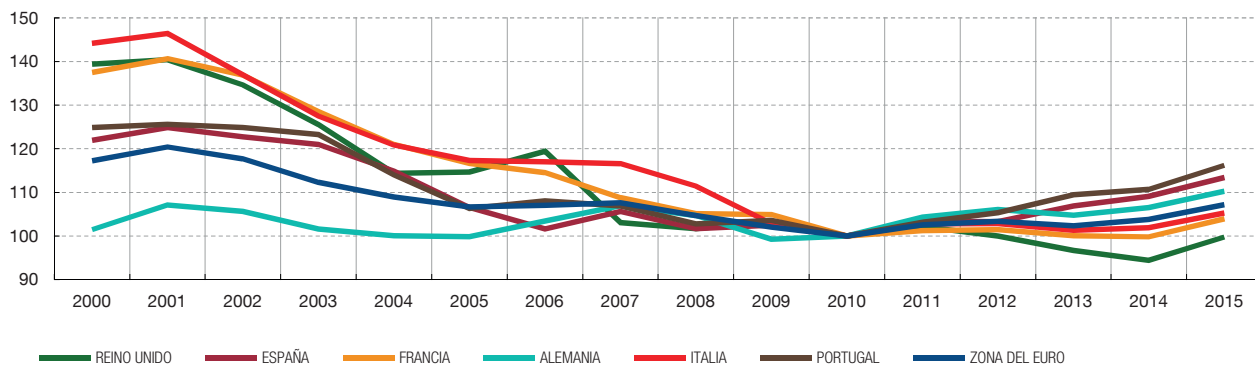
3 EXPORTACIONES DE BIENES Y SUS DETERMINANTES (COMPETITIVIDAD MEDIDA CON PRECIOS DE EXPORTACIÓN)



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.

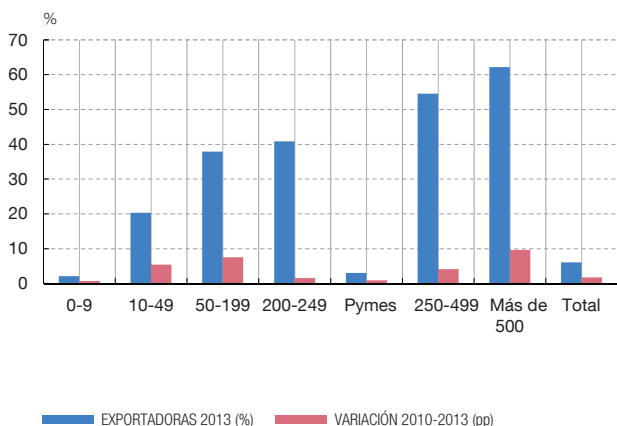
18 Para un análisis del impacto de la IED sobre las empresas españolas, véase A. Rodríguez y P. Tello (2014), «El impacto de la inversión exterior directa sobre la productividad y el empleo del sector manufacturero español (2001-2010)», *Boletín Económico*, enero, Banco de España, pp. 105-115.

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.

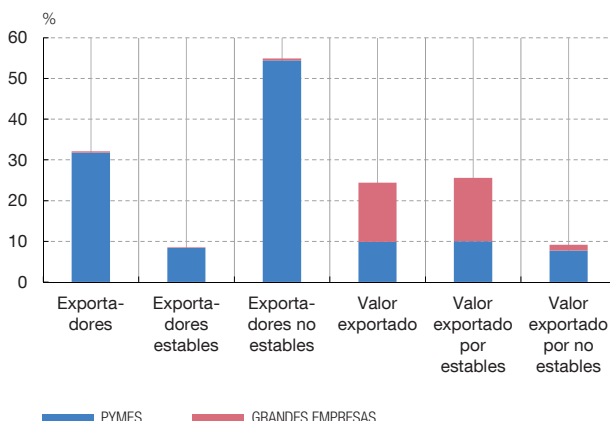
20 Se entiende por relación exportadora no estable aquella en la que una empresa ha vendido en un destino concreto del resto del mundo durante menos de cuatro años consecutivos.

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.

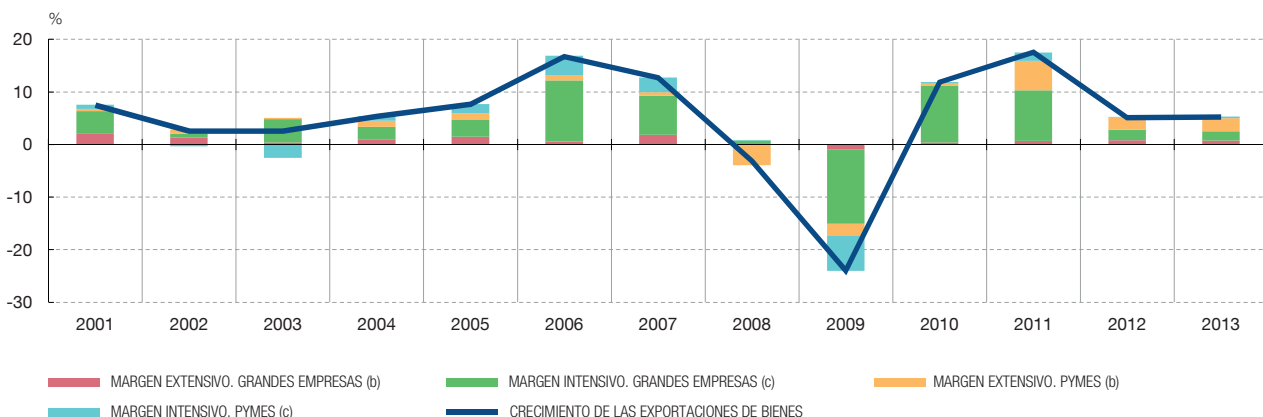
1 PROPORCIÓN DE EMPRESAS EXPORTADORAS POR TRAMOS DE TAMAÑO  
Porcentaje sobre el total de empresas



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)

CUADRO 2.2

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.

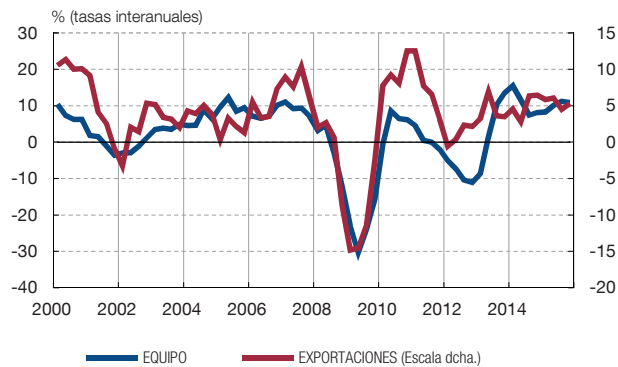
b Los costes financieros a escala de empresa se aproximan como el producto entre el stock de deuda de cada una de ellas y los tipos de interés medios sobre el stock total de crédito a sociedades no financieras, distinguiendo entre importes inferiores a 1 millón de euros (pymes) y superiores a ese importe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

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

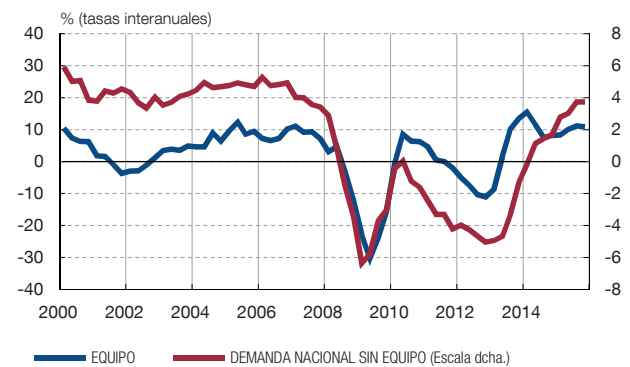
d Aumento de las exportaciones a un destino dado. Se incluyen 27.547 empresas del sector manufacturero (sin coquerías ni refino de petróleo).

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 endogeneidad 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...

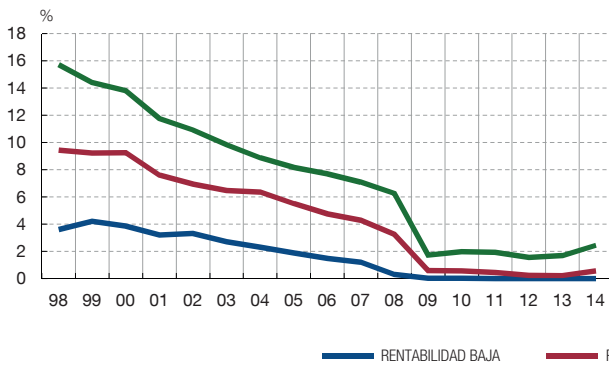
La prolongación del impacto negativo de la crisis sobre el empleo y las sucesivas reformas laborales aprobadas indujeron un cambio en este patrón de comportamiento, de

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.

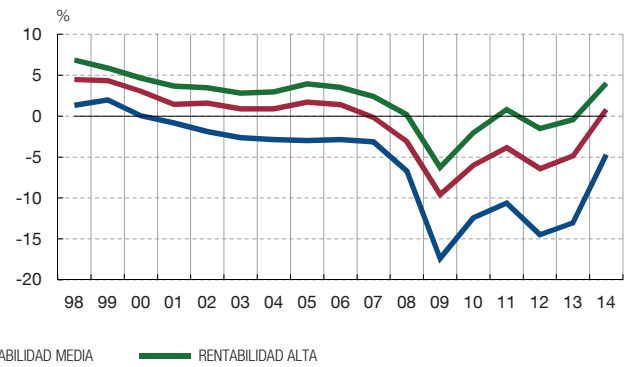
26 Véase recuadro 5.2 del *Informe Anual* de 2014.

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.

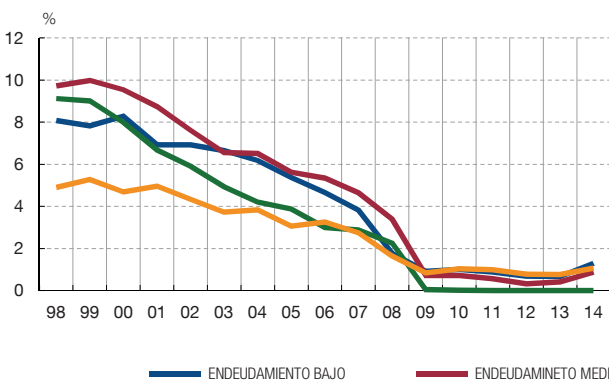
1 INVERSIÓN - RENTABILIDAD



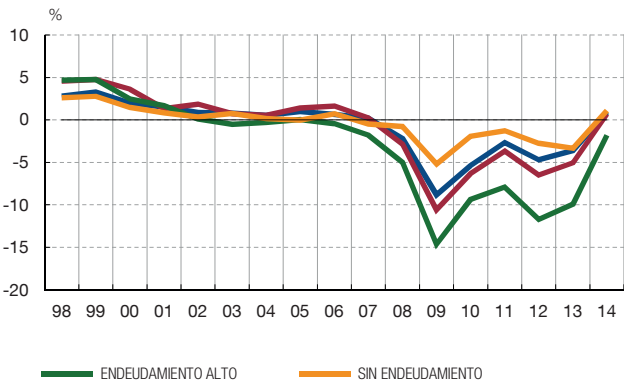
2 CRECIMIENTO DEL EMPLEO - RENTABILIDAD



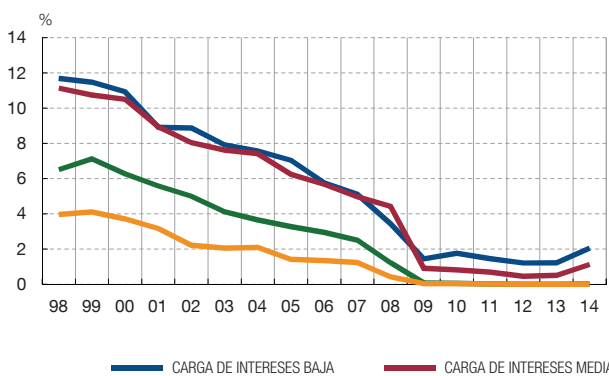
3 INVERSIÓN - ENDEUDAMIENTO NETO



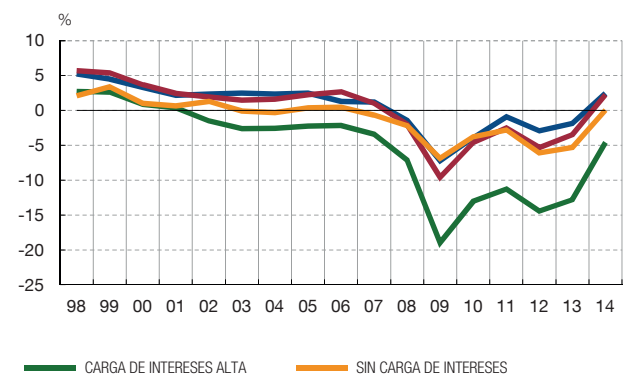
4 CRECIMIENTO DEL EMPLEO - ENDEUDAMIENTO NETO



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

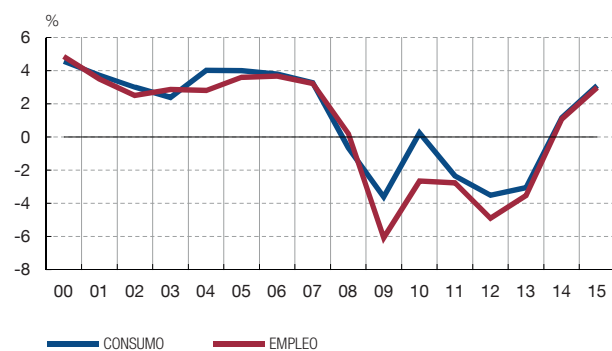
FUENTE: Banco de España.

- 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.

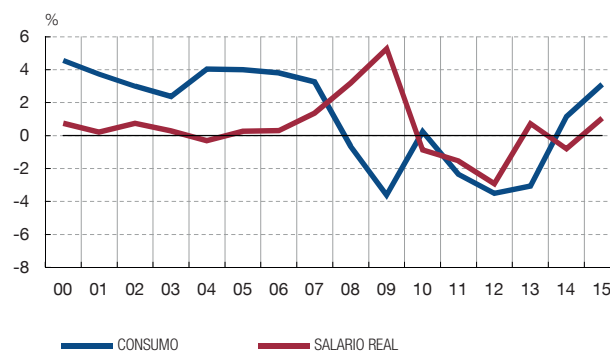
EVOLUCIÓN DEL CONSUMO, EL EMPLEO Y LOS SALARIOS

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

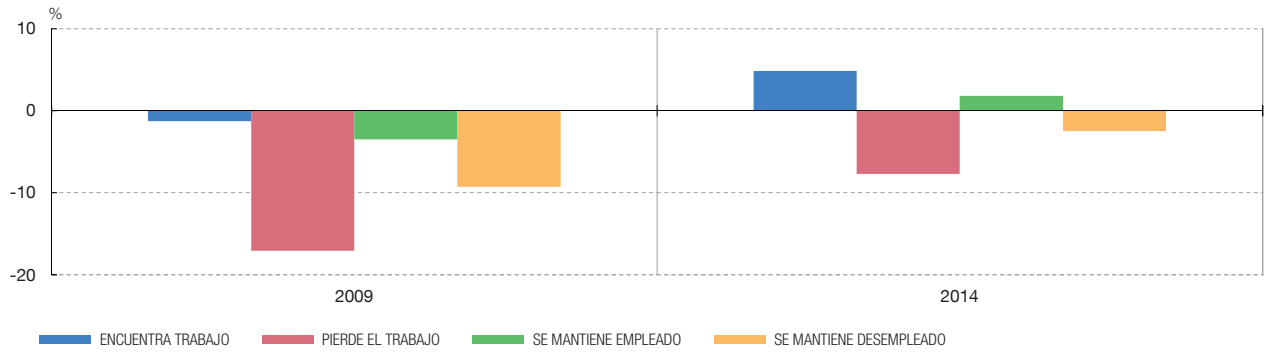
32 La diferencia entre estas dos sendas representa una cota inferior al impacto de la moderación salarial sobre el consumo privado, ya que este ejercicio de equilibrio parcial no tiene en cuenta otros posibles efectos negativos de la falta de contención de los costes laborales.

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.

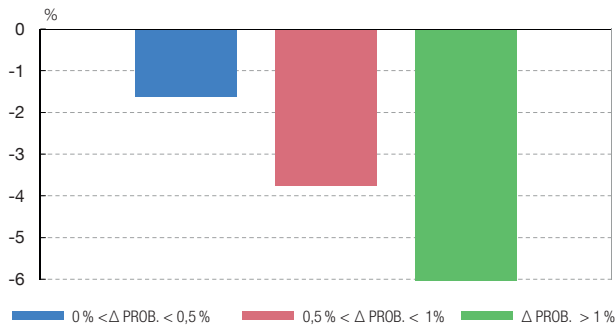
34 Véase P. Bunn y J. M. Casado (2016), *Precautionary savings and uncertainty during the financial crisis*, Banco de España, Documento de Trabajo de próxima publicación.

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.

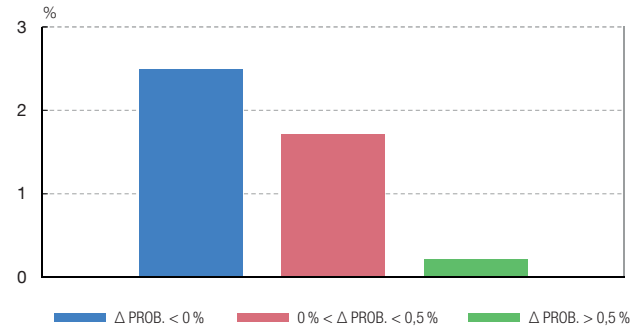
1 CRECIMIENTO DEL CONSUMO (MEDIANAS) POR SITUACIÓN LABORAL DEL CABEZA DE FAMILIA



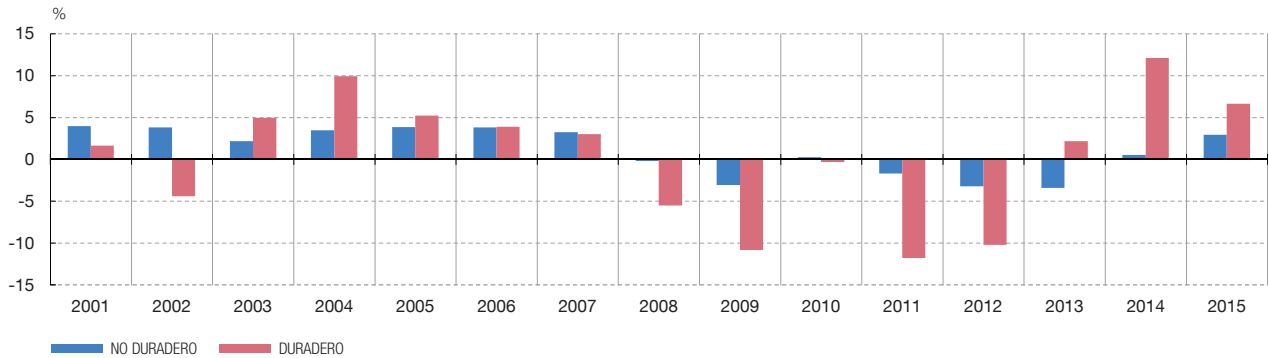
2 TASA DE VARIACIÓN DEL CONSUMO (según cambios en la probabilidad de perder el empleo). AÑO 2009 (a)



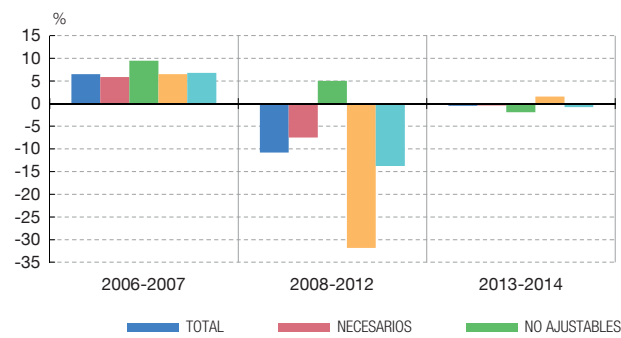
3 TASA DE VARIACIÓN DEL CONSUMO (según cambios en la probabilidad de perder el empleo). AÑO 2014



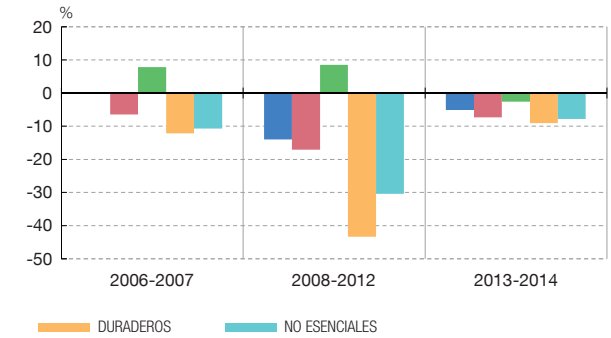
4 TASAS DE VARIACIÓN DEL CONSUMO DURADERO Y NO DURADERO



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.

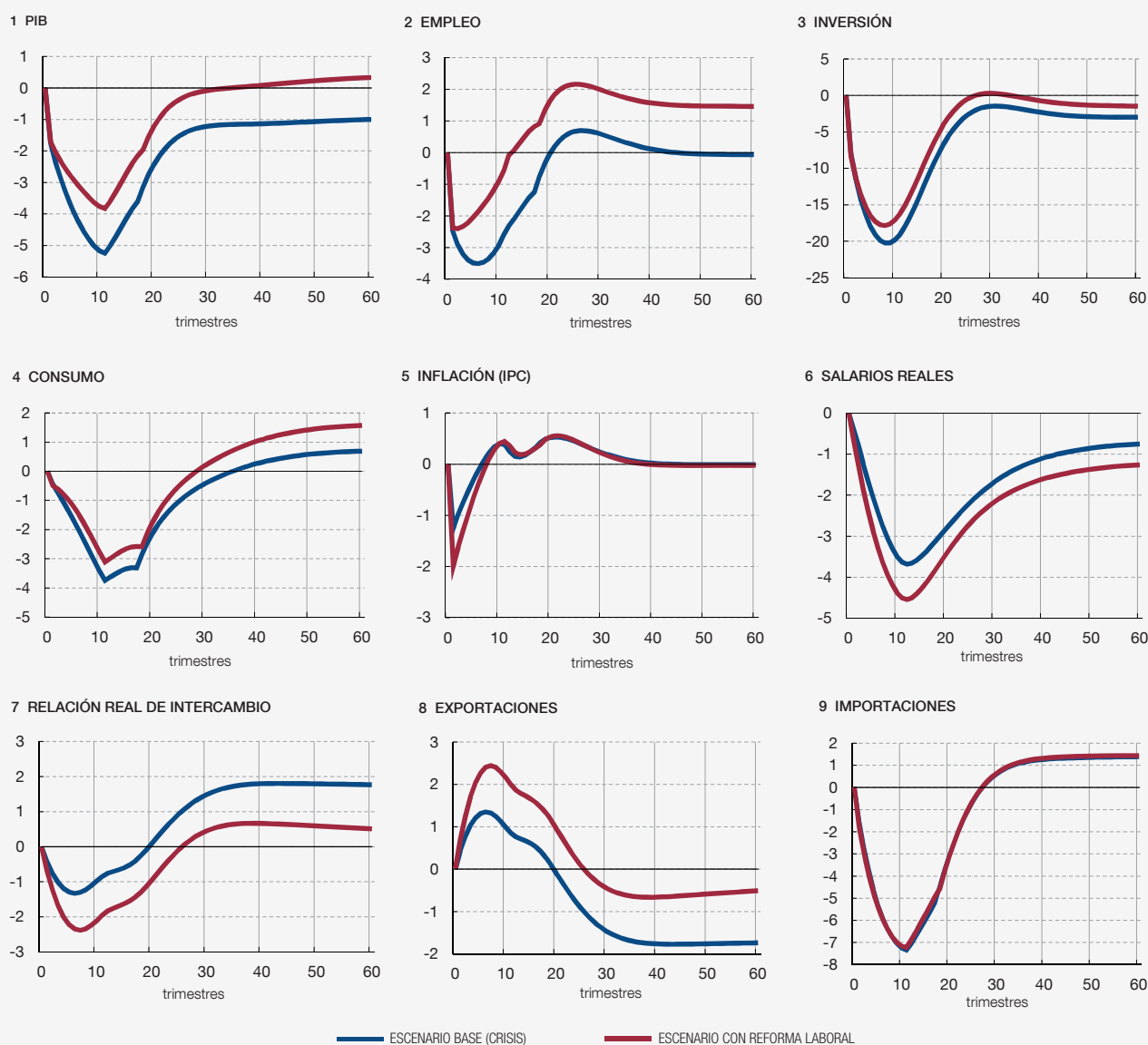
2 Esto implica una ausencia de respuesta de la política monetaria común a los desarrollos específicos de dicha economía pequeña.

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

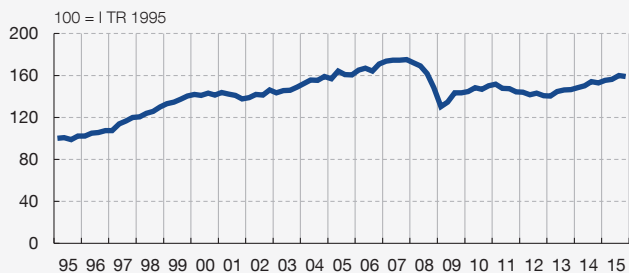


Gráfico 2  
CONTENIDO IMPORTADOR DE LOS COMPONENTES DEL PIB  
(basado en las tablas *input-output* de la OCDE)

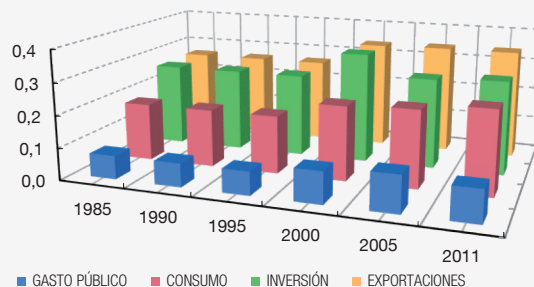


Gráfico 3  
PROPENSIÓN A IMPORTAR BIENES INTERMEDIOS: CORRELACIÓN CON LA PROPENSIÓN A EXPORTAR EN EL PERÍODO POSTERIOR A LA CRISIS 2009-2013 (a)

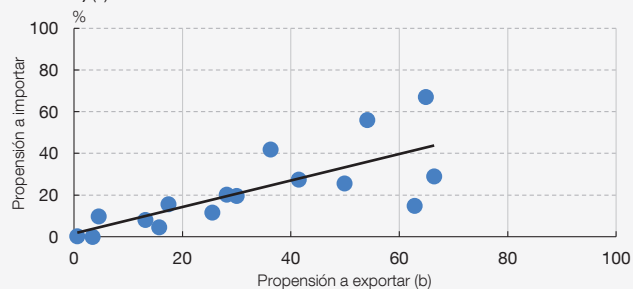


Gráfico 4  
CORRELACIÓN POR RAMAS ENTRE DEMANDA E IMPORTACIONES FINALES  
Tasas de variación en el período posterior a la crisis (2009-2013) (a)

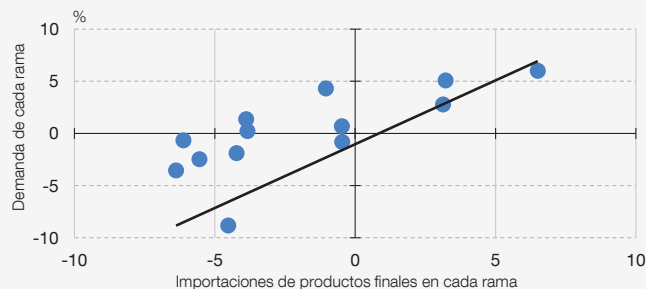


Gráfico 5  
IMPORTACIONES DE BIENES FINALES Y COMPETITIVIDAD  
Tasas de variación en el período posterior a la crisis (2009-2013) (a)

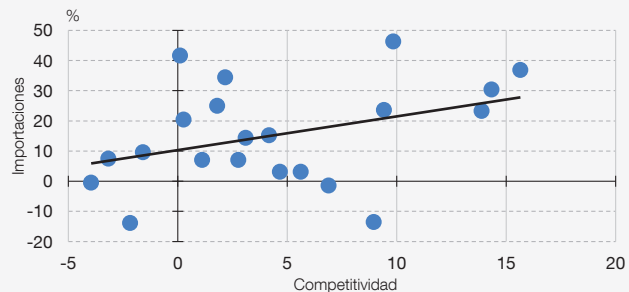


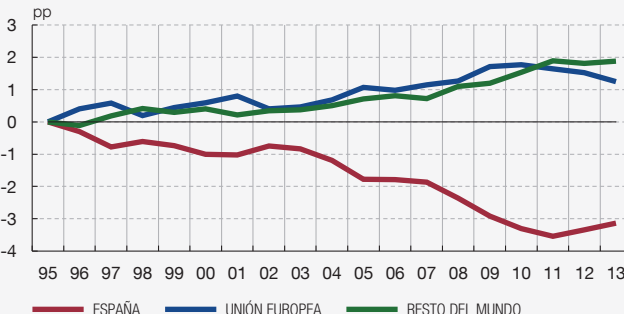
Gráfico 6  
ELASTICIDAD A LA DEMANDA (LARGO PLAZO)



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.

---