

Simulacro - Primer ejercicio. 2ª parte: Dictamen económico

Guía solución¹

Se señalan de manera esquemática una serie de conclusiones que, consideramos, deberían incluirse en la solución. No es un contenido con afán exhaustivo, y algunas apreciaciones son seguramente prescindibles: es decir, es una guía meramente orientativa.

El ejercicio de Dictamen económico no debería de suponer una dificultad para un opositor bien preparado. La complejidad del ejercicio puede proceder de varios “flancos”: cálculo de magnitudes (requiriéndose por tanto al opositor que conozca bien las definiciones de ciertos conceptos de Contabilidad Nacional), la elección de una economía con un cuadro macro muy particular y sorprendente, la inclusión de un alto número de magnitudes, de las cuales muchas son *a priori* inservibles (el opositor debe de ser capaz de distinguir cuáles), entre otras. En este caso, se ha optado por la última, así como por añadir un test de estrés (sencillo), novedad frente a ejercicios de otros años.

Pregunta 1.

- Para **dividir la serie** en función de la posición de la economía en el ciclo nos guiamos esencialmente por la **variación interanual del PIB real**. De acuerdo a esto, se localiza un ejercicio con crecimiento negativo (2012); sin embargo, no se observa un ciclo completo en la serie con que contamos.
- El **output gap** es un **indicador complementario idóneo en esta economía**. Comprobamos que, si bien apenas varía entre 2012 y 2013 (-4,71%, -4, 82%), la variación del PIB aumenta en 3,5 p.p. entre esos ejercicios (de -1,50% a +2,00%): el nivel de crecimiento potencial ha aumentado por tanto sensiblemente entre esos ejercicios. Éste es un **punto de inflexión** muy relevante en la serie, como se verá con más detalle a lo largo del estudio.

Nota: El opositor puede utilizar los datos del crecimiento del PIB y del output gap para aproximar la tasa de crecimiento potencial del PIB, a través de la siguiente fórmula:

$$OutputGap_t = OutputGap_{t-1} + Crec. PIB_t - Crec. PIB potencial_t$$

¹ Muy a pesar de la mayoría de fanáticos cervantinos, la economía estudiada no es la Ínsula de Barataria (no nos pronunciamos en cuanto a su existencia), sino Hungría. Los datos se han extraído de las bases de datos de Eurostat, el Banco Central de Hungría, el FMI, la OCDE, el Banco Mundial, el BIS y la EBA.

Por ejemplo, en 2013 el crecimiento del PIB potencial fue aproximadamente del 2,11%. El crecimiento observado fue tan solo del 2%. En consecuencia, el output gap se hace aún más negativo. Si el crecimiento observado del PIB supera el crecimiento potencial, el output gap se incrementa y viceversa.

- Por tanto, los datos parecen permitirnos capturar **dos fases del ciclo**: la primera (2011-2012) de desaceleración (con recesión incluida), la segunda (2013-2018) de fase alcista del ciclo, caracterizada por altas tasas de crecimiento.
- Se comprueba además que el **crecimiento está guiado por la Demanda interna en la fase alcista** del ciclo: la contribución de la Demanda externa es débil e incluso negativa en todos los ejercicios desde 2013 (salvo en 2015). Este crecimiento guiado por la Demanda interna queda evidenciado por otros indicadores como las altas tasas de inflación (nota: recordemos que es un país europeo...) así como por un descenso monotónico del nivel de desempleo.
- La **evolución del gasto en consumo final** de los hogares y las ISFLSH cumple con el hecho estilizado por el cual existe una alta correlación entre la variación de este indicador y la del PIB, si bien mostrando una menor dispersión. En cualquier caso, las tasas de crecimiento son elevadas: superiores al 4% YoY para los tres últimos años de la serie. Se comprueba una correlación positiva entre la variación de la **renta disponible** (aproximada como la suma de la evolución de los salarios reales y de la evolución del empleo, neteando los posibles incrementos de la presión fiscal (Ingresos del Gobierno)). Podría hablarse de manera complementaria de un posible **efecto riqueza**, dado el fuerte incremento en la capitalización bursátil durante la serie (si bien esto supondría asumir que los hogares mantienen sus ahorros en forma de activos financieros, algo discutible para el caso de las rentas bajas). El **ahorro** se incrementa notablemente a lo largo del período (+6 p.p.); sin embargo, ello no impacta negativamente en los niveles de consumo.
- La evolución de la **formación bruta de capital fijo** (FBK neta de variación de existencias y de la variación de activos no-financieros no-producidos) también cumple con los hechos estilizados del ciclo económico en términos de dirección y amplitud. Es vigorosa, algo no sorprendente dada la tendencia decreciente de los **tipos de interés reales**, que alcanzan valores negativos en los últimos años de la serie. Además, bien podría alimentarse de las **expectativas backward-looking** de crecimiento económico (dada la fuerza del gasto en consumo final y dado el fuerte incremento de la capitalización del principal índice bursátil) así como de incremento de las exportaciones. Sorprende (positivamente) esta fuerza en la acumulación de capital dado el **desapalancamiento** que experimenta la economía (-20 p.p. para las sociedades no-financieras). Se comprueba que el saldo por cuenta de capital es elevado, lo que podría indicar que parte de esa inversión está financiada con transferencias de capital, favoreciéndose este proceso. Al contar con la variación de la Inversión Extranjera Directa por el lado de activo y neta, podemos conocer la variación del neto (es decir, la entrada de capitales en forma de IED): oscila entre el 4,5% y el 8% del PIB toda la serie (salvo en 2016, en que es negativa, ¡como también lo es la variación de la FBKF!). El **incremento del stock de capital** puede

estar detrás de los incrementos del PIB potencial y de la productividad por empleado por hora trabajada (variación de la PAT superior al +3,5% en 2017 y 2018). **Por el contrario, los primeros ejercicios** están caracterizados por caídas en la inversión, ello potencialmente relacionado con la caída del **VAB de la industria** en la fase contractiva del ciclo. La **construcción** muestra un comportamiento altamente procíclico, pero, al no conocer su peso en la FBKF total, no se puede concluir que la inversión en construcción “determine” el movimiento de la FBKF.

- La variación del crecimiento desde la óptica de la **Oferta** puede descomponerse en la variación de la acumulación de factores y la variación de la productividad de factores productivos. Si bien no tenemos datos agregados de la economía, haremos una aproximación a través del mercado de trabajo como su descomposición en la variación del empleo y de la PAT. En este sentido, en el periodo 2012-2016 el motor del crecimiento sería el empleo; en 2017-2018, dominan los incrementos en la PAT. Efectivamente, como se comentó antes, la variación de la **PAT** tiene una tendencia creciente a lo largo de la serie (y es elevada, si bien con alguna caída); sin embargo, sería poco prudente concluir que la fase alcista del ciclo está guiada por un *shock* de productividad (recordemos que la PAT es un indicador del cual resulta complejo extraer conclusiones en cuanto a la dirección de la causalidad). Si bien no conocemos el grado de tercerización de la economía; sí constatamos que el **VAB del sector servicios** es procíclico y estable (potencialmente actuando como colchón en el empleo) El **VAB de la industria** parece tener una correlación positiva con el saldo comercial de los bienes (obteniéndose éste de restar al saldo de la CBS el del comercio por servicios): ambos alcanzan un máximo en 2015 y ambos se desaceleran al final de la serie. Se observa una caída del VAB de la Industria un año antes del ejercicio con crecimiento negativo (este *lag* adelantado se ajusta al hecho estilizado de la producción industrial); también se mantiene una caída en la producción industrial el año posterior a la recesión, lo que podría reflejar que se mantiene el ajuste en el sector tras el episodio de crisis (y reforzando la idea de un cambio estructural, ligado en parte a una posible reconversión industrial); tras estos ejercicios, la producción industrial es fuerte. El **VAB de la agricultura** es muy volátil, lo que posiblemente refleje un pequeño tamaño del sector. Nota: Se ha de tener presente que las variaciones interanuales de un sector no son lo mismo que las contribuciones de dicho sector al crecimiento económico (habría que multiplicar la variación por su peso en el sistema productivo).

Pregunta 2.

- Le mercado de trabajo muestra un comportamiento **marcadamente procíclico**: el **desempleo** se reduce fuertemente según se avanza en la fase alcista, y los **salarios reales** crecen de manera acelerada (posiblemente señalando un alto grado de *tighness*, ello corroborado por un *output gap* positivo al final de la serie).

- El incremento de la PAT podría estar guiando el aumento de la **demanda** de trabajo; el aumento de los salarios reales guiaría el de la **oferta**. El incremento sostenido del producto (PIB) afectaría positivamente a la demanda.
- Como se dijo en 1., parece haber un **cambio estructural** en el mercado de trabajo entre los años 2012 y 2013. Ello habría permitido una caída de casi 7 p.p. en apenas seis años. Dados los valores del *output gap* al final de la serie, podemos aproximar la **NAIRU** a 4% (+/-1 p.p.) en los años 2017-2018.
- La **productividad por hora trabajada** muestra una tendencia creciente; sin embargo, menor que la del crecimiento de los salarios nominales. El incremento de los mismos al final de la serie es cercano o superior al 8%, frente a crecimientos de la PAT de cerca del 4%. En el último ejercicio el saldo por **comercio de bienes** es negativo por primera en la serie, esto puede resultar de una caída en la competitividad-precio tras los últimos tres años de fuertes aumentos en los **CLUs**.
- La **estructura del empleo** mostraría un bajo nivel de precariedad (aproximado éste por el porcentaje de contratos temporales) y la remuneración del factor trabajo muestra estabilidad (aunque es menor que la del capital). No obstante, la participación de los hogares en el empleo es baja (apenas 60% en 2018) aunque ha mostrado una importante mejoría (10 p.p. en 8 años). Se comprueba que el problema de no-participación es especialmente grave para las mujeres, mientras que no existen grandes divergencias entre el medio rural y urbano en este sentido.

Pregunta 3.

- Dados el nivel del arancel medio así como peso en el comercio mundial de la economía, podemos concluir que se trata de una **economía pequeña y abierta** (asumiendo no existencia de barreras no-arancelarias, difícilmente captadas por los datos).
- La economía presenta **superávit por cuenta corriente** durante toda la serie, a excepción del último ejercicio. Ello pese a los mencionados incrementos fuertes y sostenidos de la Demanda interna desde 2013, reflejándose por tanto que el incremento de la capacidad productiva de la economía compensa la mayor absorción presente en la misma. En efecto, pese a que el gasto en consumo final y la formación bruta de capital fijo crecen con vigor, el ahorro bruto como parte del PIB también experimenta una tendencia creciente (+6 p.p. en 8 años), lo que permite que la economía cuente con capacidad neta de financiación.
- En términos de **competitividad-precio**, podemos señalar dos apuntes. En primer lugar, el **tipo de cambio efectivo real** se deprecia en dos momentos: i) 2010-2013: posiblemente, como resultado de las salidas de capitales (importante variación neta negativa de la inversión extranjera directa y de la inversión en cartera) o como resultado de la política monetaria expansiva; ii) 2014-2017: posiblemente ligado al tono de la

política monetaria. Como resultado de ello, y junto a unos CLUs estables entre 2013 y 2015, la economía experimentaría los saldos por cuenta corriente antes comentados.

- Se comprueba que la composición del saldo por cuenta corriente está equilibrado entre el **comercio de bienes y el de servicios** al inicio de la serie. **Sin embargo**, el superávit de comercio de bienes se va cerrando según avanza la misma y, el último año, la acumulación de una absorción muy potente así como de un incremento de los salarios muy superiores al de la productividad da lugar a un fuerte déficit por comercio de bienes (cerca del 6,5% del PIB).
- La participación del país en una **cadena de valor global** junto a un socio comercial cuyo crecimiento económico se ralentiza podría inferirse de la variación de dos magnitudes. En primer lugar, el decreciente **saldo por cuenta de bienes** puede acompañar el del socio (en desaceleración, y por tanto, con incrementos de la producción y potencialmente de las exportaciones cada vez menores). En segundo lugar, obteniendo la variación del pasivo de la **inversión extranjera directa**, comprobamos que ésta es muy elevada todos los ejercicios (entre el 4% y el 8% del PIB cada año); es decir entran capitales en forma de inversión financiera no destinada a la especulación.
- Dados los altos niveles de endeudamientos de los agentes privados y el alto saldo negativo de la **cuenta de renta primarias** (con unos tipos de interés nominales comprendidos entre el ca.7% y ca.3% a lo largo de la serie), podemos inferir que la economía tiene un nivel de **endeudamiento externo** elevado. En efecto, la PII neta negativa es superior al 100% al inicio de la serie. Esto es grave ya que el valor del pago de esta deuda es de tamaño similar al del superávit comercial, cerrándose el saldo por cuenta corriente. Es decir, el pago de los intereses de la deuda complica la generación de excedentes que permita amortizarla a más velocidad. Sin embargo, se comprueba que la economía presenta un **saldo por cuenta de capital elevado** (entre el 2% y 5% del PIB): la economía se financia por tanto también a través de transferencias de capital, lo que permite mitigar el impacto negativo del alto endeudamiento y supone un firme colchón que facilita el **desapalancamiento**: +50 p.p. de la PII neta en apenas ocho años.

Pregunta 4.

- A lo largo de la serie se aprecia una **mejoría muy clara en la resiliencia** del sistema financiero.
- Como se ha comentado arriba, **partimos de una economía con un muy alto nivel de endeudamiento** privado (127% del PIB) y público (80%); además, dado el saldo de la PII neta, gran parte de ese endeudamiento es con el resto del mundo, lo que hace más vulnerable a la economía ante un potencial **shock en los costes de financiación**. Como añadido, al saber que se trata de una economía pequeña y abierta, es planteable que gran parte de la deuda externa esté denominada en divisa extranjera, por lo que la vulnerabilidad se extendería también al **riesgo de tipo de cambio**. Sin embargo, a lo largo de la serie se

experimenta un marcado proceso de **desapalancamiento** (ca.-45 p.p. en deuda privada, -10p.p. en deuda pública) y la exposición exterior es menor (-52 p.p. en la PII neta negativa). Además, este desapalancamiento se ha producido en forma de incremento del ahorro (no de descenso del consumo o de la formación bruta de capital); es decir, la combinación de un mayor crecimiento (mayor generación de renta y por tanto acumulación de riqueza) y de la conducta de los agentes (reducción de los volúmenes de crédito privado y reducción del déficit nominal del Sector Público; ambos esfuerzos especialmente fuertes al inicio de la serie) ha permitido que la economía alcance un nivel de deuda saludable.

- La brecha crédito-PIB (similar en filosofía a la brecha de producción) refleja que la economía se haya en una posición **en el ciclo financiero por debajo del nivel tendencial** desde el ejercicio 2012. Esto es importante, ya que (con todas las limitaciones que los indicadores sintéticos tienen) señala que hay ausencia de sobrecalentamiento en el sector del crédito, lo que **a priori nos hace descartar** la existencia de fenómenos agregados de sobreendeudamiento o de burbujas localizadas en mercados de nivel sistémico.
- Puede resultar sorprendente la **caída del crédito** en un contexto de descenso monótonico de los **niveles de tipos de interés**. Sin embargo, dada la fuerza de la Demanda interna (incluida la formación bruta de capital fijo), se podría considerar que esta caída de los tipos estaría facilitando el proceso de desapalancamiento, actuando como acomodador y contrarrestando el posible impacto negativo de este esfuerzo en el crecimiento. Es decir, unos **menores tipos de interés favorecerían una reducción de la carga de la deuda** (*ergo*, menores obligaciones financieras) y una **mayor inversión** (*ergo*, mayor renta), este escenario facilita el desapalancamiento. El **canal bancario** de la política monetaria parece funcionar de manera correcta: según se reduce el tipo de intervención del Banco Central, se reducen: i) el nivel de los tipos de mercado; ii) la prima de riesgo tipo de intervención – tipo de mercado minorista (esto ocurre exclusivamente en la fase alcista del ciclo, desde 2013) (sorprendentemente, la pendiente de la curva no se reduce según se profundiza en la política monetaria).
- El **sector bancario** parte de una situación débil y presenta al inicio de la serie tres importantes vulnerabilidades: i) **calidad del activo**: el ratio de morosidad es muy elevado (16,0% de la inversión crediticia); ii) **rentabilidad**: medida por el capital (ROE) es inferior al coste del capital (aproximado por los tipos de interés de mercado) hasta 2014, incluso negativa en varios períodos; iii) **solvencia**: los niveles de capital cumplen con los requerimientos de Basilea a lo largo de toda la serie (son mayores a 8%+2,5% de los RWA, presumiendo su correcta asignación entre los distintos tipos de capital: CET1, AT1, T2) pero lo hacen de manera muy ajustada, lo que podría no garantizar una correcta absorción de un *shock*. Es importante señalar que estas tres vulnerabilidades están fuertemente relacionadas entre ellas (por ejemplo, una mala calidad del activo da lugar a menor rentabilidad y a mayores costes de financiación, el empeoramiento de los resultados erosiona capital y por tanto profundiza en los problemas de solvencia). Sin embargo, gracias al saneamiento de la posición financiera de los agentes de la economía (desapalancamiento), al fuerte crecimiento económico, y al tono de política monetaria, la **situación del sector mejora** muy notablemente:

la rentabilidad es alta (ROE del 18,3%) y muy superior al coste de financiación; la mora se sitúan en un niveles aceptables y ha mostrado una potente caída en apenas ocho años (-10p.p.); los ratios de capital (18,0% en 2018) han mejorado también notablemente y podría decirse que están en niveles adecuados (abstrayéndonos del cumplimiento de otros requisitos como TLAC/MREL, y sin saber nada en relación a la posible activación de colchones macroprudenciales).

- A **nivel macroprudencial**, al inicio de la serie la economía tiene, como se ha dicho, necesidad de reducir su nivel de deuda y riesgo de tipo de cambio por lo que una política acomodaticia de demanda podría mitigar el impacto negativo del esfuerzo (como mencionamos, esto parece haber ocurrido). Al final de la serie, podríamos señalar (de manera no-exhaustiva) tres políticas que parecen adecuadas. En primer lugar, el signo negativo de la brecha crédito-PIB nos señalaría que el segmento del crédito se sitúa por debajo de su potencial, por lo que podría ser deseable la **activación de medidas contracíclicas**, como la liberación de colchones de capital para activar el crédito. En segundo lugar, los tipos de interés raquíticos observados desde 2014 (negativos en términos reales al final de la serie) pueden suponer un riesgo para la estabilidad financiera (financiación de proyectos de poca calidad; erosión de la rentabilidad de sectores como el bancario, el asegurador o el de gestión de valores; y alteración del precio de los activos financieros, entre otros), por lo que la **activación de colchones de capital de riesgo sistémico** podría estar justificada. En tercer lugar, a nivel sectorial (con la limitación de datos de que contamos), observamos un importante incremento del **precio de la vivienda** (dobles dígitos desde 2015, y mayores al crecimiento del VAB de la construcción, señalando que hay un importante efecto-precio): este sector es clave por la alta exposición típica de los bancos en sus balances al mismo, así como porque supone el principal componente del activo (vivienda) como del pasivo (deuda hipotecaria); el empleo de herramientas macroprudenciales destinadas a limitar el crédito hacia este sector podría ser de interés (nota: una política de incremento de la oferta de vivienda (por ejemplo, mayor provisión de viviendas públicas) para ejercer presión a la baja del precio no es una política macroprudencial). El incremento de la **capitalización bursátil** parece estar relacionado con el fuerte crecimiento económico de la economía; si descartamos que el precio de las acciones esté alterado por la política monetaria ultralaxa o por las entradas de capitales vía inversión en cartera (pese a que los datos podrían guiarnos a estas conclusiones...), el mercado de valores no sería una fuente de riesgo.

Pregunta 5.

- **Saldo del déficit nominal** (diferencia entre Ingresos Público y Gasto Público):

2014	2015	2016	2017	2018
-2,61	-1,91	-1,65	-2,20	-2,22

- Como se comentó anteriormente, el Sector Público participa en el proceso agregado de **desapalancamiento** de la economía. Así, el déficit nominal disminuye desde niveles de 5,41% del PIB al

inicio de la serie hasta el 1,65% en 2016 (casi 4 p.p. en apenas cinco años). Se comprueba que durante esta primera fase (2011-2016) el esfuerzo consolidador tiene lugar en forma de **incremento de la carga tributaria**. Sin embargo, en los últimos ejercicios de la serie, la caída del gasto público se acompaña de una caída aún mayor de los ingresos, dando lugar a un cambio de tendencia en los saldos observados.

- No obstante, para conocer la **orientación de la política fiscal**, es preferible descomponer el saldo en un elemento cíclico (estabilizadores automáticos) y estructural, abstrayéndonos de los *one-offs*, y centrarnos en el segundo. En primer lugar, se observa que, pese a que la economía experimenta niveles de crecimiento económico altos (y que el motor de crecimiento es la Demanda interna), el **saldo estructural es negativo**; es cierto no obstante que la **brecha de producción es negativa**, por lo que podría justificarse el mantenimiento de esta política expansiva durante los años de la serie. Sin embargo, y en segundo lugar, se comprueba una correlación positiva entre y el valor absoluto del saldo estructural: por ejemplo, el saldo estructural sólo es positivo durante el único ejercicio con caída en el crecimiento económico, y alcanza su máximo en 2018 (año de máximo crecimiento económico). Es decir, la orientación de la política fiscal es **altamente procíclica**. Esto atenta contra la lógica del diseño de una política de demanda, anticíclica por definición.
- El **saldo primario** es positivo durante la mayor parte de la serie, si bien se aproxima a 0 según ésta avanza. Es decir, neto de pagos de los intereses de la deuda, la economía experimenta un superávit; dicho de otra forma, el **Sector Público se endeuda en términos netos para poder hacer frente a su alto nivel de deuda**. Sin embargo, se comprueba que este saldo superavitario decrece según avanza la serie como resultado de dos fenómenos. Por un lado, la **menor carga de la deuda** (dados las caídas en el nivel de deuda pública así como los menores tipos de interés en la economía) hace que el saldo primario se acerque al nominal. Por otro, este saldo nominal crece en 2017 y 2018.
- El **nivel de deuda pública** es elevado al inicio de la serie (ca. 80% del PIB) pero el alto crecimiento económico (¡y la gestión de la emisión y de la tesorería por parte del Tesoro Público!) permite reducir el volumen respecto al producto, pese a la persistencia de déficits nominales. Además, asumiendo que el Sector Público consigue financiarse a un tipo de interés menor que el Sector Privado (y por tanto que sus costes de financiación son inferiores a los de los tipos de mercado de los que se dispone), se comprueba que el tipo de interés real es menor a la tasa de crecimiento al menos desde 2014, por lo que la deuda sería **sostenible y convergente ceteris paribus**. Efectivamente, pese a que el nivel de deuda al final de la serie se mantiene elevado, el esfuerzo de consolidación público y privado da lugar a una senda de deuda soberana bajo control. Se aprecia una brecha de cerca de 10 p.p. entre la **deuda pública bruta y la neta**; de ello se infiere que el Sector Público cuenta con participaciones en vehículos financieros con un saldo positivo de cerca del 10% del PIB: estas tenencias pueden actuar de colchón, aumentando la resiliencia (si bien el volumen no es lo suficientemente elevado como para inferir la existencia de fondos soberanos).

- El test de estrés del FMI (*Debt Sustainability Analysis*) trabaja con seis escenarios adversos. Las proyecciones muestran que la deuda pública es **especialmente sensible a**: i) *shock* macroeconómico; ii) *shock* combinado macro-fiscal (ocurrencia simultánea en PIB, tipo de interés y déficit primario); iii) *shock* en pasivos contingentes. Es decir, la deuda se muestra **sensible a vulnerabilidades cíclicas**. No obstante, de acuerdo a las proyecciones, se recuperaría la senda de convergencia en 2 años, lo que refleja un nivel de resiliencia a medio plazo adecuado; esto podría estar relacionado con el esfuerzo del Tesoro Público de incrementar el **vencimiento medio** de la deuda en circulación, favoreciendo una mayor estabilidad en los precios y evitando incertidumbre en relación a potenciales problemas de liquidez (que encareciesen el coste de financiación y diesen lugar a efectos de segunda ronda). Por el contrario, se comprueba un alto grado de resiliencia al escenario de un *shock* en el tipo de cambio; de nuevo, la política del Tesoro Público de incrementar la porción de deuda **denominada en divisa nacional** puede ser una causa de esto: el encarecimiento de las obligaciones deudoras como resultado de una depreciación repentina no afectaría significativamente a la senda de convergencia de la deuda.

Pregunta 6.

- Este Banco Central tiene un **objetivo de inflación (3%)**. De acuerdo a éste (y presumiendo que el índice a monitorizar es el IPC), se comprueba que el cumplimiento de este objetivo es en gran medida **insatisfactorio**. Efectivamente, existen desviaciones importantes del objetivo, y además éstas se dan en ambas direcciones, dando lugar a una importante amplitud en la serie de cambios en los precios.
- Acerca de la inflación (y por tanto de la dificultad del Banco Central para cumplir con su objetivo) se pueden señalar una serie de puntos. Uno: Sorprende la **diferencia entre los tres indicadores de inflación** de los que se cuenta; se puede inferir que las diferencias procederán de cambios en los costes de producción (notemos el señalado incremento de los CLUs en buena parte de la serie), de cambios en los precios de bienes importados, y/o de cambios en los precios de los productos energéticos así como de los alimenticios sin elaborar (notemos que los dos ejercicios con inflación negativa son los dos en que el precio del petróleo experimenta fuertes caídas). Dos: Pese a que el crecimiento está guiado por el lado de la demanda interna, los fuertes **incrementos en el gasto agregado no parecen dar lugar a incrementos análogos en el nivel de los precios**. Tres: El fuerte **crecimiento salarial no se está trasladando a los precios**; esto podría deberse a una pequeña participación de la remuneración del factor trabajo en los costes totales, reducidas contribuciones sociales, o expectativas de inflación bien ancladas. No obstante, como indica la brecha de producción, la economía se sitúa al final de la serie por encima de su nivel de empleo potencial, ello podría también reflejarse en el mayor incremento de los precios en 2018 (este problema podría por tanto acentuarse de 2019 en adelante).

- Durante los dos últimos ejercicios de la serie, el **tipo de cambio efectivo real** se aprecia, restándole competitividad-precio a la economía. La política monetaria expansiva podría estar dando a una depreciación del tipo de cambio nominal, pero la acumulación de dinero emitido podría generar inflación y encarecer el tipo real, restando competitividad.
- Paralelamente, si bien podemos presuponer que el Banco Central no persigue objetivos de **estabilidad financiera**, como se mencionó en otra pregunta, los tipos de interés reales son negativos, lo que podría dar lugar a efectos perniciosos en la inversión, precio de los activos financieros, etc.

Pregunta 7.

- La Comunicación [COM(2010) 2020 final] denominada Europa 2020: Una estrategia para un crecimiento inteligente, sostenible e integrador marca cinco objetivos principales para alcanzar esta ambición en 2020 a más tardar:

Tasa de empleo mínima del 75% p población de entre 20 y 64 años	Población activa en 2018: (+11p.p.)	Lejos del objetivo, buena progr Ojo: Contamos con la población años
Invertir un 3% del PIB e investigación y el desarrollo	Gasto en I+D en 2017: 1,35% (+16	Lejos del objetivo, insufic progresión.
Reducir al menos en un 20% emisiones de gases de e invernadero, aumentando porcentaje de las fuentes de er renovables en consumo fina energía hasta un 20% y en un 2 eficacia energética	Porcentaje de las fuentes de er renovables en consumo fina energía en 2018: 13,36% (+140 Falta información para lo demás	Lejos del objetivo, insufic progresión.
Reducir la tasa de abandono esc menos del 10% y aumentar ha menos el 40% la tasa de titulados enseñanza superior	Abandono escolar en 2018: (+90p.b.). Falta información pa demás.	Cerca del objetivo, empeoramient
Reducir en 20 millones el núme personas que viven por debaj umbral de la pobreza o en riesg exclusión social	No contamos con informació respecto.	Los datos del mercado la referentes a desempleo temporalidad; la parte de la distribuida en forma de remuner a los asalariados; y el bajo porce de la renta mantenido por el 10% rico de la población podrían pensar que el grado de desiguald

		esta economía no es excesivamente elevada.
--	--	--

Pregunta 8.

- En base a todo lo obtenido en el análisis hasta ahora:

a) **Desequilibrios estructurales:**

- La **política fiscal** es estructuralmente procíclica

Recomendación: Introducir reglas fiscales de cumplimiento imperativo que reduzcan el sesgo hacia el déficit.

- Alto **endeudamiento** (154% del PIB a nivel agregado) y fuerte dependencia de las **transferencias de capital exteriores**. En caso de un shock en los costes de financiación, o de terminar la recepción de capitales, la posición financiera de la economía se vería fuertemente comprometida.

Recomendación: Favorecer el mantenimiento del desapalancamiento por parte de los agentes privados (posiblemente, a través de apoyos fiscales o del empleo de herramientas macroprudenciales). Introducir reglas fiscales de cumplimiento imperativo que reduzcan el sesgo hacia el déficit.

- Mercado de trabajo: La **participación de la población** en el empleo (en concreto el femenino) es bajo, y el **crecimiento de los salarios** es excesivamente superior al de la productividad.

Recomendación: Ligar la evolución de los salarios al de la productividad (asumiendo que, en el punto de partida, los asalariados están remunerados a un salario igual a la misma). Fomentar formas de contratación laboral que permitan una conciliación de la vida personal con la laboral, realizar esfuerzos en materia de educación (formación profesional) así como en políticas activas de empleo.

- Baja inversión en **I+D**:

Recomendación: Reforzar jurídicamente el compromiso presupuestario con una mayor dotación a la I+D (por ejemplo, a nivel constitucional). Favorecer las alianzas público-privadas y tratar de buscar efectos-palanca que generen sinergias entre la inversión pública y la privada

- Fuerte dependencia del **petróleo** y crecimiento nocivo a **nivel ambiental**:

Recomendación: Incentivar la firma de contratos derivados sobre el precio del petróleo a medio plazo, con el fin de mitigar el impacto de la volatilidad de su precio en la estabilidad macroeconómica. Realizar un plan de transición a medio plazo de cumplimiento obligatorio para las empresas, en el que potencialmente se incluyan un marco sancionador claro y efectivo, subvenciones e impuestos pigouvianos, colaboraciones público-privadas para optimizar la inversión en el cambio de modelo productivo.

- Rentabilidad del **sector bancario y financiero**: Los tipos de interés raquíuticos (conocido como “low-for-long”) puede erosionar a largo plazo la rentabilidad del negocio, afectando finalmente a la solvencia y a la resiliencia. Además, el nivel de NPLs se mantiene elevado, si bien ha descendido a buen ritmo.

Recomendación: Se podría investigar en el seno del Banco Central si perseguir meramente un objetivo de inflación es lo más adecuado, o de si se ha alcanzado un punto en el cual los efectos colaterales nocivos sobre la estabilidad financiera son mayores a los positivos en materia de estabilidad de precios (por otro lado, sólo parcialmente alcanzados).

b) **Vulnerabilidades cíclicas**

- Marco de **desaceleración global** que puede afectar a su **saldo comercial** (como ya ocurre en 2018) y a su *output*

Recomendación: Realizar reformas estructurales aprovechando el alto crecimiento económico actual con el fin de incrementar el crecimiento potencial y mejorar la resiliencia de cara a la llegada de la fase contractiva del ciclo.

- Posible **agotamiento de la fase alcista** del ciclo a medio-plazo: Aunque la economía experimenta tasas de crecimiento crecientes, sólo se supera el nivel de crecimiento potencial en 2018, y el nivel de desempleo bajo prosigue su caída, el punto de inflexión en la variación del PIB podría estar próximo (y adelantarse debido a la desaceleración de sus socios comerciales). De hecho, el VAB de la industria se desacelera notablemente en 2018. De acuerdo al FMI, la deuda pública es muy sensible al ciclo económico.

Recomendación: Idéntico a la anterior

- Posibles efectos de **sobrecalentamiento interno**: La economía supera su nivel de crecimiento potencial en 2018, por lo que los incrementos salariales posiblemente comiencen a impactar en mayor medida a la variación de precios, restando competitividad a la economía. La fuerte absorción interna podría profundizar el déficit comercial de bienes, reforzando una brecha negativa por cuenta corriente.

Recomendación: Plantear si el objetivo de inflación del 3% podría ser remplazado por uno del 2%. De ser así, un control fiscal (necesario, como se vio antes) podría acompañarse de un mantenimiento/ligera contracción de la expansión monetaria; llevando ambas políticas a un control de la absorción.

- Posición en el **ciclo financiero** alejada del nivel tendencial y fuerte acumulación de caídas del crédito: Pese al fuerte crecimiento interno, la economía muestra poco vigor en términos crediticios (ello fuertemente ligado a la fase de desapalancamiento y limpieza de balances).

Recomendación: Dada la situación de los demás mercados, no parece prioritario este punto. De considerarse así, se podrían liberar colchones de capital de manera anticíclica.

- Incremento muy fuerte del **precio de la vivienda** (superior al 10% en los últimos 3 ejercicios)

Recomendación: A nivel macroprudencial, se podría limitar el préstamo hipotecario a ciertos segmentos de la población. Desde un punto de vista industrial, sería deseable un incremento de la oferta de viviendas, por ejemplo, a través de la creación de un parque de viviendas público destinado al alquiler.