
01.06.2022

**Comparecencia en el Congreso de los Diputados: presentación del
Informe Anual 2021 del Banco de España**

Comisión de Asuntos Económicos y Transformación Digital

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

Señor presidente, Señorías:

Comparezco ante esta Comisión al objeto de presentar el Informe Anual 2021 del Banco de España. El Informe ofrece un análisis de los desarrollos recientes de la economía española dentro del contexto global, así como de su previsible evolución futura y de los desafíos a los que se enfrenta.

En mi intervención describiré, en primer lugar, la evolución en el último año de la economía española y el papel que han jugado las políticas económicas. Con posterioridad, presentaré las perspectivas económicas tras la nueva perturbación surgida de la invasión de Ucrania por Rusia, describiré los rasgos más importantes del fuerte repunte de la inflación y resumiré mis reflexiones acerca del papel que deben desempeñar las políticas económicas para afrontar los retos del corto plazo. A continuación, desarrollaré los principales retos de medio plazo, así como las recomendaciones que, a juicio del Banco de España, sería deseable llevar a cabo para afrontarlos. Por último, abordaré la situación del sistema bancario. Para ello, resumiré los principales mensajes de nuestro último Informe de Estabilidad Financiera, publicado en abril.

La evolución de la economía española en el último año

A lo largo de 2021 se prolongó, a escala global, la recuperación de la actividad iniciada en el verano de 2020. El avance en el proceso de vacunación permitió una relajación gradual de las medidas de distanciamiento social, así como una reactivación de la demanda, apoyada esta por la contundente respuesta de las políticas económicas.

No obstante, tres factores obstaculizaron parcialmente la recuperación. El primero vino dado por las distintas olas de la pandemia, que, no obstante, comportaron interrupciones progresivamente menos intensas para la actividad económica. Por el contrario, los otros dos, que fueron el fuerte encarecimiento de algunos bienes y las alteraciones en las cadenas globales de suministros (los denominados “cuellos de botella”), han venido suponiendo un factor limitador cada vez más relevante. La persistencia e intensidad de estos dos factores ha sido superior a la esperada e incluso se han intensificado tras el estallido de la guerra en Ucrania y de las medidas adoptadas en China para contrarrestar el brote más reciente de la pandemia.

Estos tres factores han tenido un carácter global, pero su incidencia ha sido muy asimétrica entre países, dadas las diferencias en la estructura productiva, el acceso a las vacunas, la reacción de las políticas económicas y el grado de dependencia energética.

Como resultado, la recuperación fue especialmente vigorosa en Estados Unidos, donde se había superado el nivel de actividad previo a la pandemia ya en la primera mitad de 2021. Este mayor dinamismo se tradujo también en presiones inflacionistas subyacentes más intensas y tempranas. En cambio, en el área del euro, el nivel de actividad pre-pandemia no se alcanzó hasta finales del pasado año. En el primer trimestre de 2022, los niveles del PIB en Estados Unidos y el área del euro se situaron, respectivamente, 2,8 y 0,5 puntos porcentuales (pp) por encima de sus cotas del último trimestre de 2019. Por su parte, las tasas de inflación fueron en abril de 2022, respectivamente, del 8,3% y el 7,4%, esto es, 6,9 pp y 6,5 pp más que al inicio de 2021. Se dispone de datos preliminares más

adelantados para la UEM, correspondientes a mayo, que muestran que la inflación habría vuelto a aumentar, hasta el 8,1%.

Respecto a la economía española, a lo largo de 2021 tuvo lugar también una recuperación paulatina, que se prolongó al inicio de 2022, si bien esta recuperación es todavía incompleta y heterogénea por sectores. Al comienzo de 2021, los desarrollos epidemiológicos fueron el factor condicionante más importante, al exigir el mantenimiento de medidas de contención de la enfermedad. Los rápidos avances en el proceso de vacunación permitieron que, en el segundo trimestre, se iniciara una fase de mayor dinamismo. Sin embargo, desde mediados de 2021, este dinamismo se vio atemperado por los cuellos de botella y por las alzas de los precios de la energía, factores a los que, en el tramo final del año, se unió la propagación de la variante ómicron del virus.

En las primeras semanas de 2022, la superación de esa ola de la pandemia y los primeros tímidos indicios de alivio en los cuellos de botella parecían estar comenzando a despejar definitivamente el camino de la recuperación. Sin embargo, la invasión rusa de Ucrania, a finales de febrero, ha supuesto una nueva perturbación negativa, a la que luego me referiré con detalle.

En conjunto, el PIB creció un 5,1% en 2021, crecimiento que en el primer trimestre de 2022 se moderó hasta un 0,3%, en tasa intertrimestral. Durante este periodo se produjo un intenso proceso de rotación sectorial de la actividad, de manera que las ramas de hostelería y ocio fueron cobrando un mayor dinamismo conforme la vacunación iba avanzando. A la vez, las disrupciones en el transporte marítimo, las dificultades para el abastecimiento de algunos insumos y el encarecimiento de los mismos alteraron, a partir de mediados de 2021, la recuperación de las ramas primarias, industriales – en particular en el sector del transporte - y de construcción.

Por componentes de demanda, la recuperación del consumo fue significativa pero insuficiente para que retomara el nivel previo a la pandemia¹, de manera que las familias mantendrían todavía un elevado de ahorro acumulado desde el inicio de la pandemia, en particular las de mayor renta. En cuanto a la vivienda, los visados de obra nueva alcanzaron niveles similares a los de la etapa previa al COVID 19. No obstante, la drástica disminución de las iniciaciones de viviendas en los trimestres centrales de 2020 siguió lastrando el volumen de obra ejecutada en 2021 y 2022. Por su parte, la compraventa de viviendas repuntó con fuerza. La inversión productiva privada registró un avance del 8,8 % impulsado por la intensificación del proceso de digitalización y la necesidad de adaptación a las medidas de contención de los contagios. Por su parte, hasta la fecha, el impulso proporcionado por el programa NGEU ha sido modesto.

La demanda exterior neta contribuyó en casi 0,5 pp al avance del PIB en 2021. Por componentes, los niveles de los intercambios de bienes a finales de 2021 eran solo ligeramente mayores que un año antes, al verse afectados por los cuellos de botella. En

¹ De este modo, el nivel en el primer trimestre de 2022 todavía distaba un 9,7% del correspondiente al cuarto trimestre de 2019.

cambio, las exportaciones de servicios turísticos experimentaron una fuerte reactivación². Merece la pena destacar que la cifra total de exportadores³ superó el nivel pre-pandemia en un 5,5 %, si bien el conjunto de empresas que constituyen la base exportadora habitual o estable (aquellas sociedades que exportan durante al menos cuatro años consecutivos) seguía siendo todavía, en 2021, un 1,4 % menor que dos años antes. En conjunto, la capacidad de financiación registró una recuperación, hasta el 1,9 % del PIB en 2021, si bien la posición deudora neta con el resto del mundo permanece en niveles elevados (un 70 % del PIB a finales de 2021).

En cuanto al mercado de trabajo, el proceso de recuperación del empleo fue muy intenso. Así, la afiliación efectiva se situó en marzo de 2022 un 2,1 % por encima del nivel previo a la pandemia, con notables diferencias por ramas⁴. En el conjunto del sector público, la ocupación superaba en unos 10 pp a la existente con anterioridad a la pandemia, mientras que, en el sector privado, la diferencia se sitúa aproximadamente en 1,5 pp⁵. No obstante, la evolución de las horas totales trabajadas fue algo menos favorable, de forma que, en términos de esta variable, la brecha con respecto al nivel pre crisis ascendía a unos 4 pp a finales de 2021, si bien se ha reducido de forma significativa en el primer trimestre de este año, hasta el 0,5 pp.

Una característica que ha podido observarse desde el inicio de la crisis es la evolución marcadamente más favorable del empleo en personas en comparación con el PIB⁶. Para explicar este rasgo se han esgrimido diversas explicaciones, de difícil contrastación, como la posibilidad de que las medidas restrictivas frente a la pandemia (por ejemplo, las limitaciones de aforos) hayan llevado a las empresas a tener que mantener, dado un nivel de actividad, un volumen de ocupación mayor, las mayores necesidades de contratación por parte del sector público para atender a las consecuencias de la crisis sanitaria, o una intensa reincorporación desde los ERTE motivada por expectativas de recuperación de la actividad no satisfechas plenamente con posterioridad.

En cuanto a la oferta laboral, tras el descenso inicial al comienzo de la pandemia, se ha observado una recuperación reciente, si bien los flujos migratorios con el exterior están mostrando una reactivación considerablemente más lenta. En cuanto a la tasa de paro, esta

² Las llegadas y el gasto turístico, que, en comparación con sus niveles del mismo mes de 2019, se situaban en diciembre de 2020 en el 15,1% y el 13,9%, habían escalado hasta el 71,4% y 84%, en marzo de 2022. En abril, el número de pernoctaciones hoteleras efectuadas por los viajeros extranjeros alcanzó el 89,4% de sus niveles pre pandemia.

³ Solo se consideran los exportadores con un volumen de ventas al exterior superior a 5.000 euros, dadas las peculiaridades de las empresas que exportan por debajo de ese umbral. En todo caso, el peso de estas últimas en las exportaciones totales es insignificante.

⁴ En particular, en algunos servicios, como la hostelería y las actividades recreativas y de ocio, sigue existiendo una brecha negativa elevada con respecto al nivel de empleo de febrero de 2020. En el lado contrario, las actividades de información y comunicaciones, y las ramas de no mercado, presentan niveles de empleo claramente superiores a los observados antes de la crisis.

⁵ En términos de los datos de la Encuesta de Población Activa (EPA), el empleo público se situó 6,6 pp por encima del nivel precrisis mientras que el empleo privado 0,6 pp por debajo.

⁶ En alguna rama fue especialmente marcada la aparente discrepancia entre el comportamiento de la actividad y el del empleo. En la agricultura, industria y construcción, la afiliación efectiva a la Seguridad Social superaba al nivel pre-crisis en 0,7 pp en el promedio del primer trimestre de 2022, mientras que su VAB distaba todavía 6 pp del mismo. La divergencia era especialmente notable en la construcción, donde, en el primer trimestre de este año, el empleo estaba 3,8 pp por encima del nivel previo a la crisis, pero su VAB se encontraba aún 12,9 pp por debajo.

se mantiene en niveles similares a las del período pre-pandemia, al igual que la tasa de actividad.

Respecto a la inflación, la tasa de variación del IAPC entre diciembre de 2020 y marzo de 2022 pasó del -0,6 % al 9,8 %, su valor más alto desde 1985⁷. Esta tasa se ha moderado algo hasta el 8,3 % en abril debido a una cierta ralentización del componente energético, que en marzo llegó a crecer un 60%, para posteriormente repuntar hasta el 8,5% de mayo, de acuerdo con el indicador adelantado. De hecho, casi dos terceras partes del incremento total del IAPC desde comienzos de 2021 se explican por el encarecimiento de la energía que se deriva del fuerte aumento de los precios de los hidrocarburos y la electricidad en los mercados internacionales, pero también de un impacto en los precios minoristas de la electricidad de una intensidad significativamente mayor que en otros países europeos. En todo caso, también han intensificado significativamente su ritmo de crecimiento los precios de los alimentos, los bienes industriales no energéticos y los servicios. Como resultado, el indicador de inflación subyacente – que excluye energía y alimentos – ha repuntado hasta el 3,4 % en abril⁸.

En conjunto, el nivel del PIB en España se encontraba, en el primer trimestre de 2022, 3,4 pp por debajo de sus registros pre-pandemia, mientras que superaba este nivel en 0,5 pp en el caso del área del euro. Estas diferencias son inferiores en el caso del empleo⁹. Entre los factores que explican este peor desempeño relativo de la economía española cabe destacar su especialización en la actividad turística¹⁰. Este sector se encuentra entre los más afectados por la pandemia y, además, la reactivación del turismo extranjero ha sido más lenta en nuestro país. De hecho, la brecha con la zona euro ha tendido a reducirse en el período más reciente, dada la mejora de la actividad en las ramas de hostelería y ocio. No obstante, también se mantenía una brecha significativa en las ramas de comercio, transporte y hostelería, construcción y actividades profesionales y administrativas, así como en las ramas industriales, a lo que ha contribuido la relevancia de la automoción. Por el contrario, en los sectores que han liderado la recuperación, como las actividades financieras y las relacionadas con las AAPP, el VAB en España ha alcanzado niveles más elevados con relación a los vigentes antes de la pandemia que en el conjunto de la eurozona. Por componentes de demanda, la diferencia con el resto de la UEM refleja un menor dinamismo de las exportaciones de servicios¹¹, de la inversión en vivienda¹² y del consumo privado¹³.

⁷ En realidad, el período de cómputo del IAPC comenzó en 1997, de modo que, para la etapa precedente, esa comparación se formula con relación al IPC.

⁸ Por su parte, el crecimiento interanual de los precios de los servicios y de los bienes elaborados no energéticos -lo que incluye los alimentos elaborados- se situó en mayo en el 4,3 %.

⁹ En el cuarto trimestre de 2021, el empleo en términos de horas trabajadas se encontraba en España un 3,6% por debajo de su nivel previo a la pandemia, mientras que en el área del euro esta brecha era de un 1,8%.

¹⁰ El peso de las exportaciones de servicios turísticos en el PIB es un 5,7% en España; 3 pp más que en el área del euro.

¹¹ Las exportaciones de servicios están 0,6% por debajo de su nivel pre-crisis en España, mientras que en el área del euro se supera en 1%.

¹² En España, la inversión en vivienda se encuentra todavía casi 20 pp por debajo del nivel previo a la pandemia, en contraste con el área del euro, donde esa cota ya ha sido superada en 2,1 pp.

¹³ El consumo privado se situaba en España a finales de 2021 un 6,3% por debajo de su nivel previo a la crisis, frente al 2,5% en la zona del euro.

El papel de las políticas económicas en la crisis de la pandemia

Las políticas económicas a escala global han desempeñado un papel fundamental para mitigar las consecuencias de la crisis sanitaria sobre las rentas y la posición patrimonial de los hogares, las empresas y las instituciones financieras. La actuación de las distintas autoridades – monetarias, fiscales y prudenciales – ha sido, además, complementaria y se ha ido adaptando de manera flexible a la situación de la pandemia y sus efectos económicos. Además, en Europa, la orientación expansiva de las políticas nacionales se ha visto complementada por políticas supranacionales, entre las que destaca el programa NGEU. En conjunto, estas políticas no solo habrían evitado la materialización de escenarios macrofinancieros muy disruptivos a corto plazo, sino que también habrían limitado los daños persistentes que esta crisis podría suponer para el potencial de crecimiento de las economías a medio y a largo plazo.

En particular, la contundente respuesta de la política monetaria del BCE ha permitido que los distintos agentes del área del euro pudieran disfrutar de condiciones financieras favorables para la absorción de una perturbación de una dimensión tan pronunciada. Esto ha sido particularmente importante en países como España, que, dados los elevados niveles de deuda y déficit público de partida, habrían gozado de un menor margen de maniobra para utilizar la política fiscal de manera también contundente. El uso flexible de las compras del programa pandémico del BCE (PEPP) ha sido particularmente importante para evitar que surgieran problemas de fragmentación financiera en el área del euro.

En cuanto a las políticas nacionales, estas se articularon a través de distintos instrumentos. En España, destacan, en particular, la flexibilización de los ERTE, los avales del ICO y las ayudas directas a empresas, que, con carácter general, habrían servido para proteger las rentas de los hogares y las relaciones laborales y el acceso a la financiación de las sociedades no financieras.

Así, la recuperación de los niveles de ocupación previos al inicio de la pandemia sugiere que los ERTE han sido efectivos a la hora de favorecer la reincorporación al empleo¹⁴. Como ilustración, los análisis más detallados incluidos en el Informe Anual permiten concluir que la probabilidad de reincorporación al empleo de los trabajadores en ERTE ha sido mayor que la de los trabajadores desempleados, aunque esta diferencia se reduce a medida que aumenta la duración del ERTE.

En cuanto a los programas de avales crediticios del ICO¹⁵, estos cumplieron eficazmente sus objetivos, en la medida en que pudieron atender alrededor del 30% de las necesidades de liquidez del sector de sociedades no financieras. Además, este porcentaje es más elevado para las empresas incluidas en los sectores más afectados por la crisis (39%) y, sobre todo, para las pymes (70%). Sin embargo, las empresas sin deuda bancaria antes de la pandemia solo cubrieron el 18% de sus necesidades de liquidez mediante el recurso a préstamos bancarios. Además, los programas de avales habrían estimulado la oferta de

¹⁴ Así, la cifra de trabajadores en ERTE se redujo desde el máximo de más de 3,5 millones de trabajadores en abril de 2020 hasta unos 30 mil en abril de 2022, en un contexto en el que el empleo efectivo supera en este último mes en algo más de 550 mil personas el nivel de febrero de 2020.

¹⁵ A febrero de 2022 se había emitido un volumen de 104 mm de euros en garantías, dando lugar a una financiación acogida a estos programas de 136 mm de euros.

crédito a las pymes y a las empresas de los sectores más afectados por la crisis, en particular en las entidades financieras con menores ratios de capital.

En cuanto a las medidas de apoyo a la solvencia de las empresas, según las estimaciones realizadas por el Banco de España, la dotación de fondos aprobada permitía cubrir todo el déficit de capital de las empresas generado en 2020 como consecuencia de la crisis. En todo caso, se estima que su uso hasta el momento habría contribuido a reducir solo una parte de los problemas de solvencia de las pymes que surgieron como consecuencia de la pandemia¹⁶, lo que podría deberse, entre otros factores, a que entre los criterios de asignación de fondos no se incluyó ningún requisito relacionado con la situación patrimonial de las empresas.

En su conjunto, la evidencia disponible sugiere que la respuesta de las políticas públicas habría permitido reducir las consecuencias de largo plazo de la crisis derivada de la pandemia. En particular, las medidas han permitido mantener la mayor parte del empleo previo a la pandemia y han evitado un aumento en la tasa de salida de sociedades.

En particular, en nuestro último Informe de Estabilidad Financiera se pone en evidencia que, en el caso de las empresas no financieras, la recuperación de la facturación y la moderación en el crecimiento de la deuda en 2021 habrían permitido una mejora de su situación financiera, si bien esta seguiría siendo, en promedio, más vulnerable que antes de la pandemia. Así, las ratios medias de endeudamiento y de carga financiera habrían comenzado a caer en 2021 y el porcentaje de empresas con endeudamiento elevado habría disminuido de forma generalizada, situándose en niveles cercanos a los previos a la pandemia en el caso de los sectores moderadamente afectados y poco afectados por esta. En cambio, en los sectores muy afectados, esa proporción era todavía 7 puntos porcentuales (pp) más elevada que en 2019.

En cuanto a los hogares, la evolución favorable del mercado de trabajo y de las rentas en 2021 también estaría contribuyendo a la recuperación de su situación económico-financiera. En 2021, la renta bruta disponible de los hogares creció un 2,2 %, si bien todavía era un 2,8 % menor que la de 2019. Por su parte, desde el inicio de la crisis sanitaria y hasta el cierre de 2021, la riqueza neta agregada de los hogares aumentó un 9,8 %, favorecida por la revalorización de los activos financieros y, sobre todo, de los inmobiliarios, así como por la relativa estabilidad de su deuda. En conjunto, se observó una caída generalizada de la ratio de deuda bancaria sobre activos totales, que se situó por debajo de la observada antes de la crisis, siendo esta caída de mayor intensidad en los deciles de riqueza neta más bajos. No obstante, en el primer decil de riqueza neta, la deuda seguiría siendo muy superior al valor de los activos, cerca de un 50 % mayor, lo que señalaría la vulnerabilidad financiera de este colectivo.

En todo caso, hay que tener en cuenta que el coste de la crisis en términos presupuestarios ha sido también muy elevado. La ratio de endeudamiento público sobre PIB se situó a finales de 2021 en el 118,4%, 1,5 pp por debajo de la de 2020, pero más de 20 pp por encima del nivel pre pandemia. Por su parte, el déficit público se redujo en 2021 desde el

¹⁶ El porcentaje de este tipo de empresas que habrían pasado a mostrar una posición deficitaria de capital tras la crisis habría experimentado una reducción modesta (desde el 6,4% del total de pymes hasta el 5,7%) y el déficit global de capital de las que se encontraban en esta situación habría disminuido en un 9%, hasta el 0,27% del PIB, de acuerdo con las estimaciones realizadas por el Banco de España

10,3% al 6,9% del PIB, pero se sitúa todavía más de 3 pp de PIB por encima del nivel previo a la crisis.

Las perspectivas de la economía española: el impacto de la guerra de Ucrania

El estallido de la guerra ha supuesto un empeoramiento de las perspectivas de crecimiento en el corto plazo y ha intensificado las presiones inflacionistas.

Los canales de transmisión de esta nueva perturbación son diversos. En primer término, Rusia y, en menor medida, Ucrania son productores muy relevantes de ciertas materias primas, energéticas y no energéticas. El desencadenamiento de la guerra ha dado lugar a un encarecimiento significativo de muchas de ellas. Un segundo canal es el derivado de la exposición comercial directa a estos países, así como la indirecta a través de una caída de la demanda proveniente de otros países con un mayor grado de exposición. A ello cabe añadir el posible agravamiento de las alteraciones de las cadenas globales de producción, particularmente en el contexto de las sanciones a Rusia. Un tercer canal discurre a través de los efectos negativos sobre la incertidumbre y la confianza. Una cuarta vía viene dada por las implicaciones financieras, en la medida en que la intensificación de las presiones inflacionistas resulte en un endurecimiento del tono de la política monetaria.

Del análisis de estos canales, dado que los flujos comerciales bilaterales con Rusia son relativamente reducidos, se espera que los efectos directos de la guerra sobre el comercio exterior español sean modestos. Sin embargo, los efectos indirectos pueden ser significativos. Así, aunque el peso de los productos energéticos importados de Rusia es relativamente reducido (6% del total en 2019) e inferior a la de países como Alemania e Italia (17% y 22%, respectivamente), la elevada dependencia energética exterior de España, y el efecto que la guerra está teniendo sobre los precios energéticos en los mercados internacionales, ha provocado ya una perturbación muy negativa en nuestro poder de compra frente al exterior. Dado el papel esencial de estas materias primas en los procesos productivos y la capacidad limitada a corto plazo para sustituir esos insumos energéticos procedentes de Rusia, una hipotética interrupción del suministro de productos energéticos de Rusia a Europa tendría un impacto significativo sobre la actividad y la inflación en el área del euro, más pronunciado en las economías más dependientes del gas ruso, con los consiguientes efectos indirectos en la economía española. La guerra ha tenido también un impacto negativo sobre la incertidumbre, como muestra el hecho de que el descenso de la confianza de los hogares en marzo, tras el inicio del conflicto, fue el más abultado de la serie histórica.

Por consiguiente, cabe esperar que la economía española sufra un retraso en el proceso de recuperación gradual en el que estaba inmersa. Así, las últimas proyecciones macroeconómicas del Banco de España dibujaron un escenario de menor dinamismo de la actividad y mayores presiones inflacionistas que las anteriores, elaboradas en diciembre de 2021.

En concreto, las proyecciones contemplan que el PIB crezca este año un 4,5%. En los dos ejercicios posteriores, el PIB avanzaría un 2,9 % y un 2,5 %, respectivamente.

En el terreno de los precios, las proyecciones de abril apuntaban a una tasa de variación del IAPC del 7,5% en el promedio de 2022. Posteriormente, la inflación se moderaría intensamente, hasta el 2% y el 1,6%, respectivamente, en 2023 y 2024. Es importante subrayar que esa fuerte desaceleración descansa sobre el cumplimiento de dos supuestos. El primero es que el crecimiento de los precios energéticos experimente una ralentización, en línea con las cotizaciones de los mercados de futuros. El segundo es que se produzca una respuesta moderada de los incrementos salariales y una compresión de los márgenes empresariales, que evite que se desencadenen fenómenos de retroalimentación entre precios y salarios.

Las perspectivas económicas se encuentran, en todo caso, sometidas a un grado de incertidumbre muy elevado. De hecho, la información conocida después de la publicación de estas proyecciones apuntaría, en ausencia de perturbaciones adicionales, a una nueva revisión a la baja en el crecimiento del PIB en 2022, como consecuencia de que la evolución en el primer trimestre fuera más desfavorable de lo proyectado. Respecto a la inflación, los nuevos datos apuntan a avances mayores del componente no energético, mientras que el componente energético está experimentando crecimientos elevados, pero algo más modestos de lo que se esperaba en abril. Además, en los próximos meses el mecanismo ibérico para limitar el precio del gas y rebajar el de la electricidad —que ha sido recientemente aprobado en España y en Portugal, de acuerdo con la Comisión Europea— previsiblemente presionará a la baja los precios de la energía en nuestro país.

En todo caso, si no se produjeran nuevas perturbaciones o un agravamiento de la guerra en Ucrania, esta eventual revisión de las proyecciones publicadas en abril seguiría siendo coherente con el mantenimiento de una senda de recuperación gradual en la economía española —que podría alcanzar los niveles de PIB previos a la pandemia en el tramo final de 2023— y con unas tasas de inflación que se mantendrían elevadas en los próximos meses, para posteriormente moderarse progresivamente.

El repunte de la inflación

Como señalé con anterioridad, la tasa de inflación repuntó significativamente a escala global en 2021, con un perfil de aceleración que se ha intensificado a principios de 2022 y está siendo más persistente de lo esperado inicialmente.

Las causas que se encuentran detrás de este incremento incluyen, en primer lugar, la rápida reactivación de la demanda tras la eliminación de las restricciones para contener la pandemia, en un contexto en el que la producción estuvo todavía limitada.

En segundo lugar, se ha producido un fuerte repunte de los precios de las materias primas, en particular energéticas, en los mercados internacionales, afectada su oferta por el menor suministro de gas por motivos geopolíticos y la falta de mantenimiento de infraestructuras en torno a los períodos de confinamiento, así como por la paulatina reducción de la inversión en extracción de combustibles fósiles derivada del impulso de las políticas de descarbonización en los últimos años. Estas tensiones se han agudizado extraordinariamente en 2022 con la invasión de Ucrania por parte de Rusia, y se han extendido a los alimentos.

En tercer lugar, la recuperación de la oferta ha estado también retrasada por la aparición de los denominados “cuellos de botella”. La rapidez con la que se recuperaba la demanda y el mayor consumo de bienes que había provocado la pandemia condujo a una sobrecarga de las cadenas globales de producción, todavía afectadas en 2021 por las restricciones de la propia pandemia, que llevó a problemas de abastecimiento de insumos en sectores como el de los semiconductores, los plásticos, la madera o los metales industriales. A ello se unieron fuertes disrupciones en el transporte de mercancías.

En todo caso, a pesar de la importancia de los factores de carácter global, la incidencia del actual episodio inflacionista sobre las principales economías mundiales está siendo heterogénea. La distinta intensidad del repunte de la inflación refleja diversos elementos idiosincrásicos, de diferente naturaleza, como la diferente rapidez con la que se recupera la demanda en cada región, así como otros factores relacionados con la composición de la cesta de consumo, la especialización productiva, el posicionamiento en las cadenas globales y regionales de producción, la holgura del mercado de trabajo, el anclaje de las expectativas o las fluctuaciones en el tipo de cambio.

Así, el impulso de la demanda ha sido especialmente vigoroso en Estados Unidos, lo que ha llevado a presiones inflacionistas subyacentes más intensas y tempranas en este país. A finales de 2021 el consumo privado se situaba más de un 4 % por encima de los niveles de finales de 2019, con una contribución muy significativa del consumo de bienes duraderos, mientras que en la UEM se situaba en torno a un 3 % por debajo en ese mismo período temporal.

Los cuellos de botella en la oferta están teniendo un mayor impacto en Europa y Estados Unidos, como reflejan los índices PMI de plazo de entrega de proveedores. Dentro de la UEM, Alemania ha sido el país más vulnerable dados su mayor grado de integración y centralidad en las cadenas de valor, el elevado peso de las manufacturas en su economía —en especial, de la industria del automóvil— y su fuerte dependencia de la importación de materias primas y de bienes intermedios en sus procesos productivos. En este sentido, desde el verano de 2021 más del 50% de las empresas de la industria alemana han venido declarando problemas de escasez de material o equipo como un factor limitativo de su producción, frente al 25% registrado en España por ese indicador.

Por su parte, el encarecimiento de la energía está teniendo una repercusión más elevada en la inflación de las economías avanzadas, y especialmente en el área del euro. La mayor contribución del componente energético a la inflación en el área del euro refleja, en gran medida, el mayor peso que este tiene en la cesta de consumo, del 10,9 %, frente, por ejemplo, el 7 % en Estados Unidos. En el caso de la UEM, la elevada dependencia energética del exterior se ha combinado con la depreciación del euro a lo largo de 2021 y el comienzo del conflicto bélico, lo que también ha contribuido al encarecimiento mayor del componente energético del consumo.

Dentro del área del euro, la contribución de la energía al repunte de la inflación es particularmente importante en España y, en menor medida, Italia, dada la mayor aportación del componente eléctrico. Esto se debe, por un lado, a que, en el caso de España, la energía, y en particular la electricidad, muestran un peso superior en la cesta de consumo. Mientras los hogares españoles destinaban un 11,7 % de su presupuesto a energía, la

media de la UEM se sitúa en el 10,9 %. Los mecanismos regulatorios y de fijación de precios constituyen otro elemento que explica la notable heterogeneidad en la traslación del incremento en el precio de la electricidad en los mercados mayoristas a los precios minoristas entre países de la UEM. Así, por ejemplo, en España en torno a un 40 % de los hogares se encuentran adheridos a un sistema de precios dinámicos, caracterizado por una elevada frecuencia de revisión de los precios, lo que explica una mayor volatilidad de la inflación del componente eléctrico y por tanto que la traslación haya sido más rápida e intensa.

Asimismo, la escalada inflacionista está teniendo también un impacto heterogéneo sobre los hogares y las empresas. En particular, en los últimos meses, los hogares con menor renta han sufrido una inflación superior como consecuencia de que, entre estos hogares, tiene un mayor peso el gasto en bienes de primera necesidad, que son los que han mostrado un mayor encarecimiento relativo recientemente.

La dinámica inflacionista en los precios al consumo se ha ido generalizado por partidas desde el verano de 2021. Como reflejo de ello la inflación subyacente ha aumentado de forma acelerada, rebasando el 4 % a mediados de 2021 en Estados Unidos, y el 2 % desde finales de 2021 en el área del euro. La tasa de inflación subyacente ha continuado aumentando y alcanzó en abril valores del 3,5 % y el 3,4 % en el área del euro y España, respectivamente. Se trata, en el primer caso, del registro más alto en la historia de la UEM; en el segundo, del nivel más elevado desde 2003. Además, según la estimación preliminar disponible, la inflación subyacente de la UEM habría escalado al 3,8 % en mayo.

Ello ha conllevado un aumento importante de las partidas de gasto de la cesta de consumo habitual de los hogares con una inflación muy alta. En febrero, más de un 30 % de las partidas de gasto de la cesta de consumo habitual de los hogares experimentaba una inflación superior al 4 % tanto en España como en la UEM. Por su parte, la proporción de componentes de la cesta de consumo que registraron tasas de inflación por encima del 2 % se ha incrementado significativamente, pasando del 30 % en junio del año pasado al 80 % en abril. En cambio, el porcentaje de rúbricas con caída de precios en términos interanuales se encuentra en mínimos de quince años.

De cara al futuro, las previsiones disponibles indican que la inflación del área del euro permanecerá en niveles elevados en los próximos meses, moderándose gradualmente después hacia niveles compatibles con el objetivo de inflación a medio plazo del BCE de una tasa del 2 %.

En cualquier caso, estas previsiones están sujetas a una considerable incertidumbre. En particular, esas previsiones asumen una cierta reducción de los precios de las materias primas energéticas, en línea con los futuros en los mercados internacionales, y una desaparición gradual de los cuellos de botella en los próximos meses. Sin embargo, las dinámicas de estas variables en los próximos trimestres dependerán de forma decisiva de la envergadura y persistencia de las interrupciones que el conflicto bélico en Ucrania – así como las amplias sanciones comerciales de los países occidentales sobre Rusia y las represalias de esta–. Y, con carácter más general, la evolución de los precios dependerá también del efecto de la guerra sobre el crecimiento económico que, de ser superior al

actualmente anticipado, podría acabar reduciendo las presiones inflacionistas a medio plazo.

Pero otros factores también podrían condicionar de forma significativa la persistencia del actual episodio inflacionista. Entre ellos, destacan, especialmente, los efectos indirectos y de segunda vuelta sobre la inflación que puedan derivarse de los incrementos de precios más recientes.

Los efectos indirectos se producen cuando, en un intento por mantener sus márgenes empresariales, las empresas trasladan el encarecimiento de los costes de la energía al precio de sus productos. Este efecto ya se ha reflejado, en cierta medida, en la generalización de las presiones inflacionistas más allá del componente energético de la inflación. Los indicadores de márgenes apuntan a una recuperación en 2021 en la UEM tras la fuerte caída en 2020, mientras que estos habrían exhibido un menor grado de dinamismo en España y, de acuerdo con diversas fuentes, de carácter aún parcial, habrían incluso retrocedido en el tramo final del año pasado y durante el primer trimestre de 2022

En cuanto a los efectos de segunda vuelta, estos surgen cuando, en un intento por preservar su poder adquisitivo, los trabajadores demandan subidas salariales acordes con la inflación, lo que incrementa los costes laborales y genera presiones adicionales sobre los precios finales. De acuerdo con la evidencia más reciente, los efectos de segunda vuelta o indirectos no se estarían materializando aún de forma significativa en el área del euro. De hecho, los últimos datos de salarios negociados apuntan a que los trabajadores estarían soportando una pérdida de poder adquisitivo considerable en los últimos trimestres. La traslación limitada de los precios a los salarios podría ser consecuencia, en parte, de la prevalencia relativamente escasa de las cláusulas de indexación salarial, tras un largo período de inflación reducida y estable. En 2021, el porcentaje de trabajadores del sector privado del área del euro cubiertos por este tipo de cláusulas fue el más bajo de las últimas décadas.

Sin embargo, si persisten las presiones inflacionistas, es más probable que se trasladen a las negociaciones salariales y a los márgenes empresariales y, por tanto, que se generen efectos de segunda vuelta e indirectos sobre la inflación. A este respecto, durante la segunda mitad de 2021, el porcentaje de convenios colectivos firmados en España con incrementos salariales superiores al 3 % creció sensiblemente. Asimismo, a principios de 2022, se ha observado una mayor prevalencia de las cláusulas de indexación salarial —que actualizan las tarifas mínimas si la inflación pasada excede un determinado nivel— en los convenios colectivos sectoriales. Asimismo, varias encuestas sugieren que, en los próximos meses, los empresarios podrían trasladar al precio de sus productos una parte del encarecimiento que ya han soportado en muchos de sus inputs durante los últimos trimestres. Estos desarrollos recientes requerirán un seguimiento atento en los próximos trimestres.

Por otro lado, los efectos de segunda vuelta serían más probables si se produjera un desanclaje de las expectativas de inflación a medio y largo plazo. Desde mediados de 2021, los indicadores de mercado y de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo han aumentado, dejando atrás los reducidos niveles registrados en los dos últimos años y alcanzando tasas próximas, pero ligeramente superiores, al objetivo del 2 %. En Estados

Unidos, por su parte, los expertos entrevistados por la Reserva Federal de Filadelfia han revisado recientemente de manera más sustancial al alza, y sitúan la inflación dentro de cinco años, en media, en el entorno del 3 %.

Además, más recientemente se han esgrimido algunos aspectos relativamente estructurales que podrían tener incidencia sobre las dinámicas de precios futuras. En el pasado hemos argumentado que algunas transformaciones, como la globalización, la digitalización y el envejecimiento de la población, pueden haber contribuido al entorno de baja inflación durante el período anterior a la pandemia. Sin embargo, la pandemia y la guerra podrían alterar el fenómeno de globalización que ha vivido la economía mundial en las últimas décadas, lo que, junto con la necesidad de articular medidas de lucha contra el cambio climático, podrían ser coherentes con tasas de inflación más elevadas en el futuro.

Las políticas económicas en el corto plazo

En el contexto descrito, las políticas económicas deben seguir teniendo un marcado protagonismo que permita minimizar el impacto de la guerra de Ucrania sobre la actividad y la inflación.

Política fiscal

En primer lugar, la política fiscal nacional debe contribuir a contrarrestar los efectos adversos de la guerra sobre la actividad. De hecho, la Comisión Europea ha propuesto recientemente posponer la activación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento un año más, hasta 2023. Ahora bien, hay dos razones que justifican que el diseño de las medidas esté muy focalizado a satisfacer las necesidades de los agentes más vulnerables. La primera es el elevado endeudamiento público, que limita los márgenes de actuación disponibles. La segunda es el hecho de que el impacto de la guerra resulta muy asimétrico entre sectores, empresas y familias. Así, sería deseable centrar los esfuerzos en el apoyo a los hogares de rentas más bajas, que son los que más padecen el impacto de la inflación, y a las empresas más vulnerables a esta nueva perturbación.

Además, las medidas que se implementen deben tener una naturaleza temporal, para no generar un incremento del déficit público estructural. Su diseño debe también evitar que se produzcan distorsiones significativas sobre las señales proporcionadas por los precios, lo que resulta particularmente relevante para evitar una realimentación del proceso inflacionista. Este es un argumento adicional tanto para eludir un impulso fiscal generalizado como para evitar un uso muy extendido de cláusulas de indexación automáticas en las partidas de gasto. Precisamente, la renuncia al uso de estas cláusulas debería ser parte del pacto de rentas, que es el segundo ingrediente de la respuesta de política económica frente a la guerra al que querría hacer referencia.

Pacto de rentas

El objetivo prioritario del pacto de rentas cuya puesta en marcha hemos preconizado desde el Banco de España en los últimos meses consiste en evitar el desencadenamiento de una espiral inflacionista que no haría sino agravar los efectos nocivos que se derivan del encarecimiento de los precios energéticos. Este pacto consistiría en un acuerdo entre empresas y trabajadores, en el marco del diálogo social, para compartir la inevitable merma de renta nacional que implica el aumento de los precios de las importaciones de materias

primas, bienes de los que no disponemos pero que necesitamos para la producción y el consumo nacional.

¿Cuáles son los rasgos que deberían caracterizar a este pacto de rentas?

En primer lugar, sería necesario atender al impacto asimétrico de las perturbaciones, combinando la necesaria coordinación nacional con mecanismos que permitan adaptar el acuerdo a las diferencias de productividad y de actividad que existen entre empresas y sectores. Asimismo, si hay segmentos de los hogares cuyas condiciones de vida se han visto particularmente afectadas por el aumento de la inflación, sería deseable que el pacto de rentas implicase una menor merma para estos agentes.

En segundo lugar, también sería aconsejable que se evitaran fórmulas de indexación automática de los salarios a la inflación pasada o de cláusulas de salvaguarda, con el objetivo de reducir el riesgo de una realimentación entre los incrementos de salarios y precios.

Además, sería conveniente que el pacto de rentas contemplara compromisos plurianuales en lo relativo tanto a los incrementos salariales —donde las referencias nominales de la negociación deberían excluir los componentes asociados a los productos energéticos y estar inspiradas en la evolución prevista de la inflación subyacente— como a la protección del empleo.

Finalmente, sería necesario que el pacto se acompañe con compromisos explícitos y verificables de moderación de los márgenes empresariales.

Política monetaria

El tercer elemento de política económica al que quiero referirme es la política monetaria. En el contexto inflacionista anteriormente descrito, el BCE ha iniciado el proceso de normalización de la política monetaria, desde un punto de partida caracterizado por un grado de acomodación extraordinario. Antes de la pandemia, el BCE mantenía unas condiciones financieras muy holgadas a través del programa de compras de activos (APP) y de tipos de interés negativos. El objetivo era impulsar una inflación, que se había mantenido persistentemente por debajo del 2 %, a niveles cercanos a nuestro objetivo. Durante la pandemia, con el fin de luchar contra el riesgo de fragmentación financiera y las tendencias deflacionistas generadas, el BCE desplegó, entre otras medidas, el programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP).

La actuación del BCE se enmarca en la nueva estrategia aprobada por el Consejo de Gobierno en 2021, que establece un objetivo de inflación del 2 % en el medio plazo y de carácter simétrico. La orientación a medio plazo supone que las decisiones vengán condicionadas por la inflación prevista a un horizonte de dos o tres años, mientras que la simetría implica el compromiso de combatir las desviaciones tanto al alza como a la baja con respecto al objetivo de inflación.

En ese momento, este marco se concretó mediante el compromiso (*forward guidance*) de supeditar el eventual primer incremento de los tipos de interés a que la inflación esperada se sitúe en el 2 % en un horizonte de año y medio y se mantenga en torno a ese nivel en el

medio plazo, y a que la evolución de la inflación subyacente sea compatible con una inflación que se estabiliza en el 2 % a medio plazo. Las compras netas del programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés) también se ligan a estas condiciones, al señalar que los tipos de interés solo aumentarán algún tiempo después del fin de las compras.

Con esta estrategia y en el actual contexto, resulta adecuada una retirada progresiva del extraordinario estímulo monetario: las expectativas de inflación a horizontes intermedios y en el medio plazo se sitúan en el entorno del 2 %, la inflación subyacente está claramente por encima del 2 % y existen riesgos de desviación al alza sobre las proyecciones.

Así, en marzo de 2022 finalizaron las adquisiciones netas de activos del PEPP y, en abril, anunciamos que las del APP concluirían en el tercer trimestre. En mi opinión, dado que las perspectivas de inflación son coherentes con el cumplimiento de las condiciones de nuestra *forward guidance*, esta finalización debería tener lugar muy pronto a comienzos del trimestre, para proceder, poco después, al primer incremento de los tipos de interés en julio y salir de los tipos negativos a finales de ese trimestre.

Con posterioridad, una de las referencias que podrían servir de guía en el proceso de normalización es el nivel del tipo de interés natural, definido como aquel que mantiene la inflación estable en su objetivo. Las estimaciones disponibles, sujetas a elevada incertidumbre, lo sitúan en valores reducidos en el área del euro, en el entorno o ligeramente por encima del 1 %, lo que apuntaría a que, hasta que no se alcancen esos niveles, el tono de la política monetaria seguiría siendo expansivo.

El proceso de incremento de los tipos de interés debe ser gradual. Se trata de evitar movimientos abruptos, que podrían ser particularmente perjudiciales en un contexto de elevada incertidumbre como el actual. Para poder adoptar este enfoque gradual, resulta fundamental que las expectativas de inflación se mantengan ancladas y que no se materialicen efectos indirectos y de segunda ronda de una magnitud que pudiera poner en riesgo ese anclaje.

Además, no tenemos una pauta de normalización prefijada. En principio, tras los primeros movimientos mencionados de los tipos de interés, en los siguientes trimestres se podría proceder a sucesivos aumentos adicionales, hasta, por ejemplo, alcanzar niveles acordes con el tipo de interés natural si se mantienen las perspectivas de inflación de medio plazo en torno a nuestro objetivo. Pero hay que tener en cuenta que la incertidumbre actual afecta a aspectos tan relevantes para la inflación futura como el desarrollo del conflicto bélico, la resolución de los cuellos de botella en la producción y en el transporte internacional, el grado de materialización de los efectos de segunda ronda, las dinámicas de la globalización o las políticas energéticas y de lucha contra el cambio climático. Por tanto, tendremos que ir ajustando el proceso de normalización a la información que vayamos recibiendo. No resulta óptimo comprometerse a priori con una senda específica de tipos de interés, especialmente en el actual contexto de elevada incertidumbre.

Actuaremos con total flexibilidad y adoptaremos las medidas necesarias para cumplir con nuestro mandato y para contribuir a salvaguardar la estabilidad financiera. La flexibilidad es particularmente importante para, en el camino hacia una configuración de tipos de interés

más neutral, evitar que puedan aparecer amenazas para la correcta transmisión de la política monetaria a lo largo y ancho de toda el área del euro. La pandemia ha mostrado que, en condiciones de estrés, la flexibilidad en las compras de activos ha contribuido de manera eficaz a contrarrestar esas amenazas. Dentro de nuestro mandato, esa flexibilidad seguirá siendo un elemento fundamental de nuestra política monetaria.

En consonancia con la comunicación de este proceso de normalización de la política monetaria, desde diciembre se ha producido un adelanto en el calendario de las expectativas de subidas de los tipos de interés oficiales. Las perspectivas de normalización de la orientación de la política monetaria se han reflejado asimismo en un repunte de los tipos de interés a corto y largo plazo en el área del euro. Concretamente, la tasa OIS a diez años, que aproxima el tipo de interés libre de riesgo de la eurozona, se ha elevado en unos 133 pb desde el comienzo del año, mientras que el Euríbor a 12 meses ha aumentado en 85 pb. Por su parte, la prima de riesgo de la deuda pública española aumentó en este período en 34 pb.

Políticas europeas

Las políticas europeas están desempeñando un papel cada vez más relevante para hacer frente a perturbaciones comunes al conjunto de las economías de la Unión Europea (UE). Esto se puso claramente de manifiesto cuando estalló la pandemia y, entre otras medidas, se introdujo el programa Next Generation EU (NGEU). Más recientemente, a la invasión rusa de Ucrania, la UE ha respondido de forma colectiva con, entre otros instrumentos, la imposición de sanciones económicas a Rusia de una gran envergadura.

La creciente trascendencia de las políticas europeas hace más importante, si cabe, seguir avanzando en el desarrollo del marco institucional europeo. La respuesta a la guerra de Ucrania debe ser, una vez más, más Europa.

En este sentido, destacan las propuestas recientes de la UE para aumentar la autonomía de decisión y de acción en ámbitos tan relevantes como el energético, el tecnológico o el digital. Es preciso que, en estas materias, las políticas se diseñen y se implementen de forma que se minimice el riesgo de fragmentación en la UE y de que aparezcan distorsiones indeseadas.

Además, la guerra en Ucrania presionará al alza el gasto público, tanto para paliar los efectos sobre los hogares y empresas más vulnerables como para atender la acogida de refugiados o los gastos en defensa. Pues bien, las actuales perturbaciones podrían ser abordadas de forma más adecuada a través de un refuerzo de la coordinación entre países. La intensidad de la perturbación de oferta común al conjunto de economías europeas – magnificada tras el estallido de la guerra en Ucrania-, su naturaleza exógena y el fuerte impacto transfronterizo de las políticas fiscales nacionales justifican la conveniencia de esa coordinación. En concreto, sería deseable que hubiera una respuesta fiscal común frente a los retos que supone la guerra en Ucrania, incluida la mutualización del gasto público necesario para afrontar sus efectos sobre las economías de los Estados Miembros (EEMM).

Por otro lado, la Comisión Europea está llevando a cabo actualmente una revisión del marco vigente de reglas fiscales europeas. Debe recordarse que la existencia de un marco de reglas fiscales que garantice la sostenibilidad de las finanzas públicas es absolutamente

necesaria para el buen funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria. Su reforma debería alinear el marco con las transformaciones económicas estructurales que han tenido lugar desde la propia creación de la UEM, incluida la evolución de los tipos de interés de largo plazo y del crecimiento potencial de las economías, que son determinantes fundamentales de la sostenibilidad de la deuda. Esta evolución, que ha sido heterogénea por países, junto con la elevada disparidad también de los desequilibrios presupuestarios actuales en los EEMM, exigiría un enfoque más individualizado de las reglas. Se hace necesario también simplificar el marco actual, a través, por ejemplo, de la combinación de una regla de crecimiento del gasto público con el ancla en el criterio de la ratio de deuda pública sobre PIB. Asimismo, debería mejorarse su hasta ahora escasa capacidad para lograr que los países acumulen colchones fiscales en épocas de bonanza que puedan utilizarse en los períodos de crisis. Este objetivo requeriría un mejor diseño del esquema de incentivos que rige el cumplimiento de las reglas, así como, probablemente, un reforzamiento del papel que desempeñan las autoridades independientes de responsabilidad fiscal, como la AIReF.

Otra área en la que resulta indispensable avanzar es la ampliación de los canales —públicos y privados— de compartición de riesgos en la UE. En este sentido, necesitamos un mecanismo de estabilización macroeconómica permanente en la UEM que complemente la labor de la política monetaria, para lo cual debería tener una dotación suficiente, así como capacidad impositiva y de endeudamiento.

Y también requiere progresar en la agenda de la unión de los mercados de capitales y culminar la unión bancaria, en particular superando el actual bloqueo sobre su tercer pilar, un fondo europeo de garantía de depósitos con un componente de mutualización.

Los retos estructurales y las políticas para abordarlos

El Banco de España ha venido detallando, en diferentes informes, los principales retos que condicionarán el devenir de la economía española en los próximos años. La mayoría de estos desafíos están presentes en nuestra economía desde mucho antes del estallido de la pandemia, como la necesidad de impulsar el crecimiento de la productividad, de corregir las disfuncionalidades existentes en varios mercados de bienes y factores, de reforzar la sostenibilidad de las cuentas públicas, y de abordar los retos vinculados al envejecimiento de la población, la desigualdad y el cambio climático. En cambio, otros son relativamente novedosos, como la necesidad de adaptarse a un proceso acelerado de digitalización de la actividad y a los cambios que se han producido recientemente en las dinámicas de la globalización. La capacidad de la economía española para mantener una senda de crecimiento robusto y sostenible dependerá de la respuesta que las políticas económicas ofrezcan a este conjunto de desafíos.

En este sentido, una definición adecuada y una implementación decidida del conjunto de reformas planteadas en el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR) aprobado el pasado año, así como una selección cuidadosa de los distintos proyectos financiados con el NGEU pueden resultar clave en esta estrategia.

i) El reto de impulsar la creación de empleo y de reforzar su estabilidad

El primer reto al que nos enfrentamos es el relativo a la necesidad de reducir las elevadas tasas de desempleo y de temporalidad que la economía española ha venido registrando persistentemente en las últimas décadas y que afectan especialmente a los jóvenes.

Los efectos económicos adversos de la precariedad son múltiples. En concreto, afecta negativamente al proceso de acumulación de capital humano de los trabajadores y, por esa vía, puede generar efectos muy persistentes sobre su carrera laboral. Así, un trabajo reciente del Banco de España, encuentra que la estabilidad laboral que ofrece un contrato indefinido en España puede dar lugar a diferencias salariales de hasta 16 puntos porcentuales – acumulados a lo largo de quince años de vida laboral – respecto a un contrato temporal.

Además, la precariedad en el empleo supone una mayor incertidumbre sobre la evolución futura de las rentas. Y esta mayor incertidumbre tiene consecuencias directas no solo en las decisiones de gasto, sino también en el bienestar emocional, en la formación de nuevos hogares y en la natalidad.

En este contexto, la reforma laboral aprobada en 2022 tiene como uno de sus principales objetivos la lucha contra la elevada temporalidad. Desde la aprobación de esta norma, la contratación indefinida se ha acelerado significativamente y la contratación temporal se ha reducido. Así, con datos de afiliación de abril, el crecimiento interanual del empleo indefinido se situó en el 12,9 %, frente al descenso del 9 % de los afiliados con un contrato temporal. El aumento de los contratos indefinidos fue más elevado entre los fijos discontinuos (84,9 %) y entre los indefinidos a tiempo parcial (17,1 %).

No obstante, aún es pronto para poder evaluar el impacto de la reforma laboral, una evaluación que, en cualquier caso, deberá realizarse en múltiples dimensiones. Entre estas dimensiones, cabe destacar el impacto de la reforma sobre el empleo, dado que, en principio, la reducción de la temporalidad podría provenir tanto de la sustitución de empleo temporal por fijo como de la destrucción de empleo temporal. Responder a esta cuestión exigirá disponer de un período amplio sobre el que analizar las dinámicas de creación y de destrucción de empleo. En cualquier caso, algunos estudios para otros países que han aprobado reformas similares en el pasado apuntan a que habrían tenido un cierto coste en términos de menor creación neta de empleo. Además, en la medida en que la reforma laboral ha facilitado la estabilidad contractual en las empresas de trabajo temporal, habrá que analizar qué tipo de desarrollo profesional presentan aquellos trabajadores que inicien su carrera en este tipo de empresas. Asimismo, será preciso determinar si la reforma induce una mayor o una menor rotación en el empleo y, como resultado, cómo se ven afectados la acumulación de capital humano y la carrera laboral de los trabajadores. Por otra parte, la regulación laboral también puede afectar al tipo de puestos de trabajo disponibles y, en definitiva, al tipo de empresas que se crean y su productividad. En particular, existe literatura que apunta a que una mayor limitación de la temporalidad incrementaría la productividad empresarial, pero a costa de un mayor desempleo. Son, todas ellas, cuestiones extraordinariamente relevantes que deberían ser objeto de un análisis riguroso

en los próximos años. Disponer de un diagnóstico en estas dimensiones es crucial para recalibrar, si fuera necesario, las características de los contratos¹⁷.

La reforma laboral también ha introducido cambios en la negociación colectiva. La nueva norma mantiene algunos de los mecanismos de flexibilidad interna —por ejemplo, los descuelgues y las modificaciones unilaterales de las condiciones de trabajo por parte del empresario— diseñados para empresas en dificultades, que fueron muy utilizados durante el anterior episodio recesivo de la economía española y, en menor medida, en la reciente crisis. No obstante, la reforma generaliza la vigencia de los convenios tras su expiración hasta la firma de uno nuevo —aspecto conocido como «ultraactividad»— y elimina la posibilidad de que los convenios de empresa fijen salarios inferiores a los establecidos en el correspondiente convenio sectorial. Será necesario analizar en qué medida estas modificaciones pueden afectar a medio plazo al proceso de negociación colectiva, a los incrementos salariales pactados y al empleo, especialmente en aquellas empresas con menores niveles de productividad dentro de cada sector.

Además, tras el uso intenso y eficaz que se ha hecho de los ERTE durante la pandemia de COVID-19, la reforma ha introducido algunas modificaciones en la definición y en los procedimientos asociados a estos instrumentos para agilizar su uso en el futuro. Asimismo, se ha creado el Mecanismo RED, con dos modalidades. La modalidad cíclica está pensada para cuando exista una coyuntura macroeconómica desfavorable. La modalidad sectorial contempla situaciones en las que se aprecien cambios permanentes que generen necesidades de recualificación profesional en alguna rama de actividad. Se aprueban exenciones en las cuotas a la Seguridad Social de los trabajadores afectados según la modalidad y la duración del procedimiento, y en el caso del mecanismo sectorial estos deberán seguir un plan de recualificación que incluya formación. Estos esquemas han sido efectivos durante una perturbación, eminentemente temporal, como la crisis sanitaria, lo que hace suponer que podrían ser igual de valiosos ante situaciones macroeconómicas coyunturales. Sin embargo, no necesariamente tendrían por qué ser igual de oportunos en otro tipo de procesos más estructurales —como los que previsiblemente tendrá que abordar la economía española en los próximos años—, que son los que activarían la modalidad sectorial del Mecanismo RED. Por tanto, de cara al futuro, sería conveniente evaluar la efectividad de esta modalidad del Mecanismo RED —en términos de impulsar la empleabilidad y el mantenimiento del capital humano de los trabajadores afectados, pero también de facilitar la necesaria reasignación de recursos entre empresas y sectores— en relación con la de otros mecanismos que actualmente están pensados para reestructuraciones permanentes, como los expedientes de regulación de empleo.

ii) El reto de la formación y el incremento del capital humano

Aumentar el nivel educativo de los trabajadores y de los empresarios es también crucial para reducir el paro estructural, impulsar la productividad y favorecer la creación de puestos de trabajo de mayor calidad. En las últimas décadas se ha producido una importante mejora del nivel educativo de la población española. No obstante, España aún se encuentra, en

¹⁷ En este sentido, cabe remarcar que el Banco de España ha planteado en diversos informes diferentes alternativas contractuales que permiten un reparto más equitativo de la protección del empleo de los trabajadores en función de su experiencia laboral, manteniendo una cierta flexibilidad en la contratación por parte de las empresas.

esta dimensión, por detrás de otras economías de nuestro entorno. A modo de ilustración, en 2020 la tasa de abandono escolar en nuestro país era la mayor de la UE.

Abordar este desafío es especialmente relevante en la coyuntura actual, en la que confluyen un intenso proceso de digitalización de la actividad económica, un acusado envejecimiento poblacional y distintos factores que pueden exigir una profunda reasignación sectorial de la actividad.

En este sentido, el sistema educativo debe ser flexible y dar una respuesta decidida a los cambios en la demanda de formación que ya están teniendo lugar y que, previsiblemente, se intensificarán en los próximos años. En este sentido, para absorber el aumento de la demanda de formación profesional, el PRTR marca como objetivo incrementar en 200.000 plazas la oferta de los ciclos de Formación Profesional (FP) en los próximos años. Por otra parte, la Ley Orgánica de Ordenación e Integración de la Formación Profesional favorece la acreditación de competencias —no solo para estudiantes, sino también para adultos— e impulsa herramientas para incrementar la colaboración entre centros de formación, universidades y empresas.

Asimismo, aprovechar las oportunidades que plantea el proceso de digitalización exige incrementar las competencias digitales de la población, en especial de las personas mayores, de menor nivel educativo y de menor renta.

Por otra parte, en un contexto en el que la sociedad se encuentra inmersa en un intenso proceso de envejecimiento poblacional y, al mismo tiempo, se hace necesario alargar la vida laboral de los trabajadores, es fundamental una estrategia integral de reciclado de habilidades a lo largo del ciclo vital.

Además, las políticas activas de empleo resultan imprescindibles para limitar la pérdida de capital humano que se deriva de episodios de pérdida del empleo. Un estudio reciente del Banco pone de relieve que, cinco años después de perder su puesto de trabajo en un despido colectivo, la empleabilidad de los trabajadores españoles se reduce significativamente (en 16 pp) respecto de la que mostraban antes de ser despedidos. Este deterioro en la empleabilidad es mayor que el que sufren, por ejemplo, los trabajadores de Austria, Dinamarca, Francia, o Suecia, y no viene explicado por diferencias en la composición de los trabajadores o de los empleos entre países. Se encuentra, además, que la variable que aumenta en mayor medida la empleabilidad en esas situaciones es el gasto destinado a políticas activas.

Por ello, es importante diseñar un sistema de políticas activas de empleo eficiente y eficaz. En este sentido, el Gobierno se ha comprometido a aprobar antes de final de año una ley que aumente la eficacia del sistema estatal de empleo. Entre otros aspectos, se pretende mejorar la gestión interna de los datos que dan soporte a las prestaciones de desempleo y a las políticas activas —con vistas a permitir su evaluación—, digitalizar la atención al ciudadano, así como luchar contra el fraude.

iii) El reto de hacer frente a la desigualdad

Los niveles de desigualdad en España, que ya eran elevados antes del estallido de la pandemia, probablemente habrán aumentado como consecuencia de la crisis sanitaria, a

pesar del importante papel mitigador que han desempeñado las políticas públicas. Para reducir los efectos —económicos y sociales— adversos que implican unos elevados niveles de desigualdad, son necesarios el despliegue y la evaluación continua de actuaciones públicas en dimensiones muy diversas. Por ejemplo, en el ámbito de la regulación del mercado laboral y en el de las políticas educativas. En particular, incrementar el nivel educativo de los colectivos más desfavorecidos es una estrategia muy efectiva para elevar sus ingresos, igualar las oportunidades laborales *ex ante* y mejorar las oportunidades de las generaciones futuras.

Pero también son relevantes las políticas de rentas y las políticas de vivienda, entre otras. En el primer caso, tras casi dos años de experiencia con el ingreso mínimo vital (IMV), de acuerdo con los resultados de las evaluaciones que se prevén en la Ley, es necesario que las condiciones de acceso se sigan ajustando, de forma se pueda cumplir eficazmente con el objetivo de erradicar la pobreza extrema y, en paralelo, se eviten efectos indeseados. En este sentido, la Seguridad Social ha firmado recientemente convenios con varias instituciones de investigación para evaluar itinerarios de inclusión social ligados al IMV.

En cuanto a las condiciones de acceso a la vivienda, estas se han endurecido en los últimos años. Así, de acuerdo con los datos de Eurostat, un 48,7% de los españoles que vivían en alquiler a precios de mercado en 2020 estaban en riesgo de pobreza o de exclusión social —el porcentaje más elevado de la UE, donde la tasa media se sitúa en un 32,3%—, mientras que un 35,9% de ellos dedicaban más del 40% de su renta disponible a la vivienda —frente a un 25,8% en el promedio de la UE—.

El Proyecto de Ley de Derecho a la Vivienda trata de reducir estas dificultades, que afectan especialmente a los jóvenes y a los hogares con rentas más bajas. Sin embargo, algunas de las medidas que contempla esta norma, como el control de rentas, podrían no tener el efecto deseado o incluso, en el medio plazo, suponer efectos adversos. En cambio, se echan de menos algunas actuaciones que podrían suponer un impulso estructural significativo de la oferta de vivienda en régimen de alquiler, como las encaminadas a dotar de una mayor seguridad jurídica efectiva a los propietarios de viviendas en régimen de alquiler.

iv) El reto de incrementar el tamaño empresarial, facilitar la reasignación sectorial y fomentar la innovación

Otro desafío relevante es el reducido tamaño del tejido empresarial, que incide en un menor esfuerzo innovador y en la baja productividad. Para abordarlo, es imprescindible analizar los diferentes motivos que están sesgando nuestro tejido productivo hacia compañías pequeñas de baja productividad y mitigar sus efectos. Muchas de las iniciativas que podrían favorecer el crecimiento empresarial también facilitarían la reasignación de la actividad entre sectores y empresas que deberá afrontarse, previsiblemente, en los próximos años. En un trabajo reciente se encuentra que los sectores de nuestro país que están mejor posicionados para abordar los desafíos que implicará la transición digital, ecológica y demográfica presentan un tamaño reducido, tanto en comparación con otros sectores como en relación con otras economías de nuestro entorno.

Como parte de una estrategia favorecedora del crecimiento empresarial, sería conveniente fomentar que las compañías de menor tamaño puedan acceder a una mayor diversidad de

fuentes de financiación externa en condiciones más favorables y reforzar las políticas de apoyo a la innovación empresarial.

Igualmente, sería deseable actuar en la regulación de la actividad económica, que ha ido aumentando en complejidad en las últimas décadas, lo que ha podido incidir negativamente en la dinámica empresarial y en la productividad agregada.

En este ámbito, algunas iniciativas recientes parecen apuntar en la dirección correcta, como el Proyecto de Ley de Creación y Crecimiento de Empresas, que pretende impulsar la creación de empresas y fomentar su expansión a través de la mejora regulatoria, la eliminación de obstáculos a las actividades económicas, la lucha contra la morosidad comercial y el apoyo financiero al crecimiento empresarial. Asimismo, la reforma de la Ley Concursal, que introduce cambios significativos en el ámbito concursal y pre concursal, podría contribuir a corregir parte de las ineficiencias que presentan los mecanismos de insolvencia actuales. De cara al futuro, será necesario evaluar la capacidad de estas nuevas normas para mitigar las deficiencias en las dinámicas empresariales españolas.

v) El reto de sacar el máximo provecho a la ejecución del programa NGEU

Uno de los principales retos que enfrentamos es aprovechar al máximo las posibilidades que el programa NGEU ofrece para impulsar una profunda transformación estructural de nuestra economía.

El impacto económico a corto plazo del uso de estos fondos en 2021 fue inferior al incorporado en nuestras proyecciones macroeconómicas. En todo caso, una parte significativa del crecimiento económico esperado para este y los siguientes años depende crucialmente del potencial efecto multiplicador sobre la actividad del uso de los fondos NGEU. En este sentido, uno de los factores que más puede influir en la maximización de este impacto y, por tanto, en el éxito del programa NGEU en nuestro país es llevar a cabo una rigurosa selección de los proyectos de inversión que se han de financiar con cargo a este mecanismo. Así, la evidencia disponible sugiere que las políticas de inversión pública más exitosas son habitualmente aquellas que complementan a la inversión privada — mediante la formación de los empleados o el fomento de la modernización del capital—. Además, se debe realizar una evaluación continua de la eficacia de los proyectos. Asimismo, un trabajo reciente del Banco de España sugiere dar preferencia, entre proyectos solventes y de igual productividad, a aquellos cuyas empresas tengan mayores problemas de acceso a la financiación externa, pues esto generaría un mayor efecto multiplicador.

Además, existe un grado de complementariedad muy elevado entre la financiación de proyectos de inversión, como los que plantea el programa NGEU, y la implementación de reformas estructurales. En particular, de acuerdo con estimaciones del Banco de España, si una adecuada selección de los proyectos del programa NGEU se viera acompañada de diversas reformas estructurales que redujeran las rigideces en los mercados de productos y de trabajo, la tasa de crecimiento potencial de la economía española al final de esta década podría llegar a situarse en el entorno del 2 %, casi 1 pp por encima de la actual.

vi) El reto de la consolidación fiscal

El mantenimiento en el tiempo de unos elevados niveles de endeudamiento público supone una fuente de vulnerabilidad y unos menores márgenes de actuación fiscal ante posibles perturbaciones macrofinancieras adversas.

En los próximos años, el endeudamiento público permanecerá en niveles muy cercanos a los actuales, o incluso superiores, salvo que se implemente un plan de ajuste fiscal ambicioso. En concreto, de acuerdo con los resultados de distintas simulaciones, si en los próximos años no se acometiera ningún ajuste fiscal en nuestro país, las presiones que supondrá el proceso de envejecimiento poblacional para el gasto público, implicarían un aumento de la ratio de deuda pública sobre el PIB. En cambio, en un escenario alternativo en el que se llevara a cabo un esfuerzo de consolidación coherente con el mantenimiento del saldo estructural primario que las últimas proyecciones macroeconómicas del Banco de España prevén para 2024, se situaría en niveles cercanos al 120 % del PIB en las próximas décadas. En el caso de un ajuste fiscal mayor, por ejemplo, si el saldo estructural primario mejorase en 0,5 pp del PIB potencial cada año hasta situarlo en equilibrio—senda más acorde con las reglas del PEC—, la deuda pública podría descender hasta el 82 % del PIB en 2040. Si el ajuste se acompañase, además, de un paquete ambicioso de reformas estructurales, podría situarse en torno al 79 % del PIB en 2040.

En definitiva, reforzar la sostenibilidad de las cuentas públicas exigirá implementar un plan de consolidación fiscal plurianual, una vez que se hayan superado la pandemia y los efectos económicos adversos del conflicto en Ucrania. Si bien el necesario ajuste presupuestario se debe ejecutar de forma gradual, serían deseables la definición y la comunicación temprana de este plan, en el que han de participar todas las Administraciones Públicas (AAPP), pues ello contribuiría a incrementar la confianza y la certidumbre en torno a las políticas económicas. Una confianza que resulta particularmente importante en el contexto de normalización de la política monetaria y, por tanto, de endurecimiento de las condiciones de financiación en el que nos encontramos.

Como parte de este plan, las políticas de gasto público deben ser objeto de una revisión exhaustiva, con el objetivo de incrementar su eficiencia y optimizar la distribución entre partidas para promover un crecimiento económico más robusto y equitativo. Así, por ejemplo, el gasto en educación y en inversión pública tiene un peso en España inferior al de la media de la UE¹⁸, cuando, sin embargo, existe un amplio consenso respecto a la importancia de estas partidas para impulsar el crecimiento económico y mitigar la desigualdad.

Del mismo modo, es imprescindible llevar a cabo una revisión integral del sistema tributario español para lograr que las distintas figuras impositivas alcancen sus objetivos de la manera más eficaz y eficiente posible. En este sentido, en un ejercicio de comparación de la composición de la estructura tributaria de España con la media de las economías europeas destaca el menor peso relativo en la recaudación de la imposición indirecta, con una menor tributación efectiva sobre el consumo y un diferencial recaudatorio significativo en el ámbito

¹⁸ Así, en el promedio del período 2015-2019, el gasto público en educación e inversión pública en España supuso el 4 % y el 2,9 % del PIB, respectivamente, cifras que se encuentran 0,9 pp y 1,5 pp por debajo de las observadas en la UE.

de la fiscalidad medioambiental. El Libro Blanco sobre la reforma tributaria, presentado el pasado mes de marzo, realiza un diagnóstico del sistema tributario español.

Por otra parte, las tendencias demográficas que se esperan en los próximos años y, en particular, el fuerte aumento en la tasa de dependencia¹⁹, generarán una elevada presión sobre el sistema de pensiones. Las reformas aprobadas en 2011 y 2013 mejoraban de manera significativa la sostenibilidad financiera del sistema en el medio plazo, si bien, en el caso de que no se incorporaran nuevos ingresos, el ajuste se producía sobre todo a través de una reducción de la tasa de beneficio²⁰.

A finales del año pasado, se aprobó la primera parte de una nueva reforma del sistema de pensiones. Entre otras medidas, esta reforma estableció la revalorización de las pensiones en función de la inflación y derogó el factor de sostenibilidad. De acuerdo con las proyecciones de la AIReF y del Informe sobre el envejecimiento de la Comisión Europea, ambas medidas implican que el gasto en pensiones crecerá entre 4,1 pp y 4,3 pp de PIB en el período 2019-2050. De dicho incremento, en torno al 55 %-65 % se debería a la recuperación de la revalorización de las pensiones con el IPC, mientras que un 20 % se correspondería con la eliminación del factor de sostenibilidad. El resto, un 15 %-25 %, estaría asociado al hecho de que, incluso con la reforma de 2013, el gasto en pensiones aumentaría entre 0,7 pp y 1 pp de PIB entre 2019 y 2050, bajo los escenarios demográficos y macroeconómicos considerados.

Adicionalmente, se ha acordado un aumento permanente de las transferencias del Estado a la Seguridad Social con objeto de hacer frente a los denominados gastos impropios de esta, cifrados en, aproximadamente, el 2% del PIB. Las mayores transferencias del Estado implican la corrección del déficit actual del Sistema de la Seguridad Social, pero, obviamente, tienen un efecto nulo sobre el conjunto de las cuentas de las Administraciones Públicas y, por tanto, sobre su sostenibilidad.

Por otra parte, se han incluido distintas medidas con objeto de alinear la edad efectiva de jubilación con la edad legal, en forma, principalmente, de un nuevo esquema de penalizaciones a la jubilación anticipada y nuevos incentivos a la jubilación demorada, que pueden suponer un alivio para el balance del sistema, si bien la estimación de su efectividad está sujeta a una elevada incertidumbre. El Gobierno estima un impacto, en términos de menor gasto, de entre 1,1 y 1,6 puntos porcentuales de PIB en 2050.

Asimismo, el factor de sostenibilidad derogado será sustituido por un nuevo mecanismo, llamado «mecanismo de equidad intergeneracional» que contempla, a través de un incremento finalista de las cotizaciones sociales, aumentar la dotación del Fondo de Reserva de la Seguridad y la adopción de nuevas medidas a partir del año 2032 en función de cómo evolucione la ratio de gasto en pensiones sobre PIB. La concreción de estas nuevas medidas tendrá que ser negociadas en su momento. De acuerdo con la estimación gubernamental, el incremento de las cotizaciones sociales inicial ascendería al 0,2% del

¹⁹ De acuerdo con los escenarios base del INE, la AIReF y Eurostat, esta tasa, definida como la ratio entre la población con al menos 65 años y la población entre 16 y 64 años, se elevará desde el 30% actual hasta un rango comprendido entre el 57% y el 61% en 2050.

²⁰ Para más detalles, véase Hernández de Cos (2021), “El sistema de pensiones en España: una actualización tras el impacto de la pandemia”, Documento Ocasional 2106, Banco de España.

PIB entre 2023 y 2032 y podría generar unos ingresos acumulados en el Fondo de Reserva del 2,3% del PIB en el año 2032, que incluye la posible revalorización del stock a lo largo del tiempo. Adicionalmente, se ha establecido que el ajuste llevado a cabo por el Mecanismo de Equidad Intergeneracional, incluidas las potenciales nuevas medidas, no puede superar ocho décimas de PIB al año.

Por tanto, de acuerdo con las estimaciones del impacto las medidas adoptadas en la primera fase de la reforma, son necesarias medidas adicionales para equilibrar el sistema en el largo plazo. La segunda parte de la reforma del sistema de pensiones contempla una serie de actuaciones que deberán concretarse a lo largo de este año. Entre las anunciadas, pendientes de aprobación o concreción, destacan aquellas destinadas al desarrollo de los planes de pensiones de empleo, la revisión de las bases máximas de cotización y de la pensión máxima, un nuevo sistema de cotización para los trabajadores autónomos y una revisión del período considerado para calcular la base reguladora de la pensión.

En este contexto, el Banco de España ha venido señalando durante los últimos años en distintos documentos algunos principios que podrían regir la reforma de las pensiones. En primer lugar, es crucial internalizar que, una vez fijado, a nivel político, el nivel de prestaciones que el sistema debe proveer, la estrategia se complete con la fijación de los ingresos y del resto de parámetros del sistema (por ejemplo, la edad de jubilación), que permitan garantizar su cobertura financiera. En esta estrategia, sería también conveniente reforzar el vínculo entre las contribuciones realizadas y las prestaciones recibidas —asegurando un nivel suficiente para los hogares más vulnerables—, así como analizar las consecuencias redistributivas y en términos de equidad intergeneracional de las distintas reformas planteadas, de modo que los eventuales ajustes en el sistema no recaigan desproporcionadamente en grupos de población concretos, como la población jubilada o las futuras cohortes de trabajadores. Asimismo, es deseable que se dote al sistema de una mayor transparencia y previsibilidad, con objeto de ofrecer certidumbre a los ciudadanos y de facilitar la toma de decisiones en los ámbitos del ahorro, el trabajo y la jubilación. En este sentido, podría ser conveniente valorar la introducción de mecanismos automáticos de ajuste que adapten algunos parámetros del sistema a los cambios que se produzcan en las dinámicas demográficas y económicas. Varios países de la UE (como Alemania, Suecia, Italia o Portugal) tienen establecido un vínculo entre el nivel de prestaciones o la edad de jubilación y la esperanza de vida o la evolución económica.

Un aspecto también relevante es el papel que pueda desempeñar el ahorro privado como complemento de las prestaciones ofrecidas por el sistema público de reparto. En este sentido, la reciente propuesta legal para impulsar los planes de pensiones colectivos —que, en general, están menos desarrollados en nuestro país que en otros países de la UE— tiene como objetivo principal aumentar la población cubierta por dichos planes. Para ello, la reforma establece la creación de fondos de pensiones de empleo de promoción pública y facilita la creación de planes de empleo en el marco de la negociación colectiva. Además, se contemplan beneficios fiscales para fomentar los planes de empleo, en línea con la tendencia observada en los últimos años, según la cual los incentivos fiscales se han focalizado en los planes de empleo, en detrimento de los planes individuales. Un trabajo reciente del Banco de España sugiere que realizar aportaciones a planes de pensiones de empleo puede ser un instrumento útil para generar nuevo ahorro destinado a la jubilación.

En particular, se estima que el ahorro total podría aumentar en 31 céntimos por cada euro aportado a dichos planes, una vez descontado el subsidio fiscal asociado a ellos.

vii) El reto de la lucha contra el cambio climático y la transición ecológica

La lucha contra el cambio climático y la transición hacia una economía más sostenible son, sin duda, uno de los mayores retos a los que se enfrenta nuestra sociedad. Existe consenso entre la comunidad científica en que la península ibérica podría verse sensiblemente afectada por los riesgos físicos asociados al cambio climático, y que este impacto sería muy heterogéneo por regiones. Abordar este desafío requerirá implementar una estrategia ambiciosa de mitigación y de adaptación al cambio climático en nuestro país. Una estrategia que generará un profundo cambio estructural en nuestro modelo de crecimiento económico y que tendrá implicaciones muy relevantes en prácticamente todos los ámbitos de la actividad. Además, este proceso transformacional presentará, previsiblemente, una incidencia muy desigual entre las distintas regiones, ramas de actividad, empresas y familias españolas, y podrá afectar de manera más intensa a algunos de los hogares y de las empresas más vulnerables.

En este proceso de transición ecológica, todas las políticas y todos los agentes económicos deberían contribuir muy activamente. En particular, los Gobiernos deben desempeñar un papel protagonista. Fundamentalmente, a través de la imposición medioambiental, que en España juega un papel mucho más reducido que en otros países de nuestro entorno. También del despliegue de medidas compensatorias que mitiguen temporalmente los costes de la transición para los colectivos más vulnerables, de la inversión pública y de la regulación de la actividad económica. En particular, el PRTR debe suponer una palanca fundamental para impulsar la inversión pública y la privada en nuestro país en los próximos años.

De nuevo, una respuesta plenamente europea para afrontar el reto global del cambio climático sería más eficaz, a través de la coordinación impositiva y de la creación de un instrumento común de financiación europeo, que facilite la realización de las inversiones necesarias para cumplir los objetivos de cero emisiones netas y alejar los escenarios de riesgo climático, con independencia del espacio fiscal disponible en cada país.

Por supuesto, el sistema financiero y los bancos centrales —en el ámbito de sus competencias— también han de contribuir en la transición ecológica. En este sentido, desde la perspectiva del Eurosistema, en general, y del Banco de España, en particular, avanzar, de la mano del sistema financiero, en la incorporación de las consideraciones climáticas en los marcos operativos de política monetaria, de estabilidad financiera, de supervisión y de regulación constituye una prioridad en la actualidad y de cara al futuro más inmediato.

Los retos del sector bancario

De forma complementaria a este *Informe Anual*, el *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF), publicado este mismo mes de mayo, ofrece un análisis profundo de la situación del sector bancario español.

El sector afronta la perturbación ocasionada por la invasión rusa de Ucrania en un contexto en el que su capacidad de resistencia se mantiene, en líneas generales, elevada, y en el que ha recuperado los niveles de rentabilidad previos a la crisis de la pandemia y se ha normalizado la actividad crediticia.

En todo caso, la guerra introduce nuevos riesgos para la estabilidad financiera. Aunque las exposiciones financieras directas de los bancos españoles a Rusia y a Ucrania son muy reducidas, los efectos indirectos de la guerra pueden ser significativos. En especial, a través del impacto del deterioro macroeconómico en la capacidad de pago de las familias y de las empresas, sobre todo en aquellas para las que la recuperación tras la pandemia estaba siendo más lenta o tardía y cuya solvencia puede verse ahora deteriorada.

En este contexto, el crédito en España descendió ligeramente en 2021, con una menor demanda por parte de las empresas, que afrontaron menores necesidades de liquidez que en 2020, compensada en buena medida por un comportamiento más expansivo del crédito a hogares, en particular en el segmento de adquisición de vivienda. En conjunto, la brecha de crédito-PIB, indicador que sirve para aproximar los desequilibrios en el mercado de crédito y la potencial activación de medidas macroprudenciales, continuó su senda de corrección en 2021, tras el incremento registrado al comienzo de la pandemia, pero aún se encuentra en valores elevados. La intensidad del crédito y la ratio del servicio de la deuda, que son indicadores complementarios, se encuentran en niveles moderados.

En el mercado de la vivienda, el volumen de nuevo crédito hipotecario residencial aumentó de forma significativa en 2021, en niveles que son los más elevados desde 2010. No obstante, dado el elevado volumen de amortizaciones, el saldo de este crédito creció solo un 1,2 %. Por su parte, el saldo de crédito a la construcción y promoción inmobiliaria mantuvo una tendencia descendente, si bien a un ritmo cada vez menor. A su vez, los indicadores de desequilibrio de precios en el mercado inmobiliario se han mantenido en valores positivos desde 2020, pero cercanos al nivel de equilibrio. Por su parte, los estándares de crédito de las nuevas hipotecas residenciales no experimentaron cambios sustanciales durante el último año²¹, si bien el diferencial medio de tipo de interés de las hipotecas a tipo fijo se redujo hasta situarse en los niveles más reducidos de los últimos años. En conjunto, es necesario hacer un seguimiento estrecho de este mercado, sobre el que el conflicto bélico podría tener efectos contrapuestos, dada la erosión real de los ingresos de los agentes que representa el aumento de la inflación y el posible endurecimiento de condiciones financieras, pero también su carácter de activo refugio ante

²¹ Los niveles medios de los ratios *loan-to-value* (LTV) y *loan-to-price* (LTP), que miden el endeudamiento de los prestatarios en las nuevas operaciones hipotecarias, se han mantenido estables en 2021, al tiempo que tampoco se han observado variaciones significativas en la proporción que representan las operaciones con mayor nivel de apalancamiento (aquellas con LTV o LTP mayor del 80%). En relación con la ratio *loan-to-income* (LTI), que recoge la relación entre el importe principal de las hipotecas y el ingreso de los acreditados en el momento de concederse la operación, la mayor parte de la nueva concesión se concentró en operaciones con LTI bajo (LTI menor de 3 veces) y LTI alto (LTI mayor de 4,5 veces)

correcciones de los precios de los activos financieros en un contexto en que los tipos de interés reales se mantienen en valores negativos.

En cuanto al sector bancario, el crédito dudoso al sector privado residente descendió un 5,4 % en 2021, hasta los 49,3 mm de euros, que confirma el comportamiento diferencial de esta variable en esta crisis, apoyado por las medidas de política económica. A pesar de esta evolución favorable, existen potenciales deterioros latentes en algunas carteras de crédito, en particular en las vinculadas a los segmentos de empresas y hogares más vulnerables. Los préstamos en vigilancia especial siguieron aumentando a tasas elevadas a finales de 2021 (un 14 % en tasa interanual) y su peso sobre el total del crédito alcanzó el 8 %, 2,2 pp más que antes de la pandemia. Las refinanciaciones también crecieron un 14 %, debido al fuerte crecimiento de las mismas en el sector de sociedades no financieras y empresarios individuales. A finales de 2021 suponían un 5 % del total del crédito vivo, el mismo porcentaje que antes de la pandemia.

Los sectores sensibles tanto a los efectos de la pandemia como al alza de los costes energéticos concentrarían las mayores vulnerabilidades. En particular, el peso conjunto del crédito dudoso y en vigilancia especial para los sectores empresariales más afectados por la pandemia se acercó al 24 % en diciembre de 2021, frente a unos pesos respectivos del 17,7 % en los sectores moderadamente afectados y del 15,5 % en los menos afectados. En todos los sectores, los deterioros se concentran en la situación en vigilancia especial. Estas exposiciones de crédito que presentan alguna señal de deterioro son las que pueden ser, a su vez, más vulnerables a la materialización de los riesgos en el contexto actual. Por ello, es necesario hacer su seguimiento con especial atención, así como realizar un reconocimiento temprano y adecuado de las potenciales pérdidas.

La rentabilidad del sector bancario español, por su parte, registró en 2021 una mejora sustancial. En concreto, la rentabilidad sobre activos (ROA, por sus siglas en inglés) se situó en el 0,67 % (superior al -0,21 % del año anterior y al 0,51 % de 2019). Fue la reducción de las pérdidas por deterioro de activos financieros el principal determinante de la mejora en el resultado ordinario.

Por su parte, los costes medios de pasivo de las entidades se han reducido en los dos últimos años, de modo que su nivel a finales de 2021 (0,5 %) era inferior al existente antes de la pandemia (algo por encima del 1 %). En cuanto al coste de capital, se situó en el 8,1 % en diciembre de 2021, nivel inferior al ROE del sector (10,5 %), incluso sin tener en cuenta los resultados extraordinarios (9 %).

Además, la ratio de capital ordinario de nivel 1 (CET1) se mantuvo relativamente estable el último año, después del incremento de 2020 por lo que la crisis sanitaria no ha mermado la capacidad de absorción de pérdidas inesperadas del sector en su conjunto.

Las pruebas de resistencia al sector bancario realizadas por el Banco de España muestran que aquel mantendría una capacidad de resistencia agregada adecuada ante la materialización de los riesgos macrofinancieros identificados en la coyuntura actual con una heterogeneidad entre entidades. Si bien la materialización intensa de los riesgos implicaría un consumo de capital significativo a nivel agregado, no sería tan elevado como para comprometer la estabilidad del sistema financiero. En todo caso, es necesario mantener una

vigilancia estrecha de la evolución financiera del sector y un comportamiento prudente y prospectivo por parte de las entidades .

El IEF presenta también ejercicios de simulación del impacto de un aumento de los tipos de interés sobre la situación económica y financiera de las empresas y hogares españoles, y también de las Administraciones Públicas, que pueden ser particularmente relevantes en el contexto actual²².

En el caso de las empresas, un eventual aumento de los tipos de interés podría incrementar el porcentaje de empresas con presión financiera. En concreto, en la financiación bancaria empresarial predominan los préstamos con vencimiento a corto plazo o a tipo variable, por lo que la traslación de variaciones en los tipos de interés es relativamente rápida. Bajo un escenario consistente con las últimas proyecciones del Banco de España, en el que los tipos de interés aumentan en línea con las expectativas de mercado, el peso de los gastos financieros de las empresas sobre el excedente bruto de explotación empezaría a incrementarse a partir de 2023, hasta situarse a finales de 2024 1 pp por encima del nivel de 2021. Por su parte, una subida de los tipos de interés a corto y largo plazo de 100 pb por encima de la contemplada en el escenario anterior muestra un incremento adicional 1,7 pp en 2024.

En el caso de los hogares, un aumento de los tipos de interés podría contribuir a un cierto deterioro de la capacidad de repago de las deudas. En todo caso, ante aumentos moderados en los tipos de interés cabría esperar que este efecto no fuera muy significativo, en parte por el incremento del peso de las hipotecas a tipo de interés fijo observado durante los últimos años, que en diciembre de 2021 se situaba en el 24,9 % del saldo vivo. Concretamente, se estima que la proporción de familias con deuda que pasarían a tener una carga financiera neta elevada aumentaría en 1,2 pp, 2,3 pp y 3,9 pp ante incrementos de 100 pb, 200 pb y 300 pb en los tipos de interés interbancarios, respectivamente. Estos efectos serían más intensos en los hogares endeudados situados entre los percentiles 20 y 40 de la distribución de rentas.

Por su parte, los niveles de endeudamiento elevados conllevan también una mayor sensibilidad de las finanzas públicas ante movimientos en los tipos de interés. No obstante, los bajos niveles de los tipos de interés registrados en los últimos años han propiciado un descenso continuado de la carga de intereses en porcentaje del PIB, al tiempo que el alargamiento del plazo medio de la deuda limita el impacto a corto plazo de aumentos en los costes de emisión. En un escenario consistente con las últimas proyecciones en el que los tipos de interés se elevan de forma progresiva, la carga financiera de la deuda se estabilizaría, en porcentaje del PIB. Por su parte, sobre este escenario, un aumento adicional de 100 pb en los tipos de interés, tanto de corto como de largo plazo, manteniéndose el resto de las variables constantes, conllevaría una elevación de los pagos por intereses de cuatro décimas del PIB en 2024.

Estos retos de corto y medio plazo no deben hacernos olvidar la necesidad de abordar los desafíos estructurales que ya existían en el sector bancario antes de la irrupción de la pandemia y de la invasión rusa de Ucrania. En particular, el ajuste de la capacidad y la

²² También se presentan los resultados del efecto de un incremento del coste de la energía.

creciente competencia de empresas tecnológicas, así como los potenciales efectos negativos asociados a los riesgos climáticos.

Finalmente, un ámbito de innovación financiera en el que se está observando una fuerte expansión es el de los criptoactivos, representaciones digitales de valores y derechos con base en tecnologías de bases de datos descentralizadas. A pesar del potencial de los criptoactivos para ofrecer menores costes de transacción, mayor interoperabilidad y una mayor competencia, y de que su tamaño y su grado de interconexión con los mercados financieros más tradicionales son todavía limitados, hay que señalar que su rápido desarrollo plantea riesgos relevantes si este no se efectúa de manera segura, dentro de un marco regulatorio que mitigue los riesgos potenciales. Entre estos riesgos, cabe destacar los de mercado, liquidez, operacionales, reputacionales y, sobre todo, los de conducta frente a los usuarios, por su falta de transparencia y de regulación. Debemos tener en cuenta que, un aumento de la escala de estos mercados podría dotar a estos riesgos de un carácter sistémico. Se hace urgente, por tanto, definir este marco regulatorio, de manera coordinada a escala internacional, que permita una mitigación y supervisión de estos riesgos.

Conclusiones

Finalizo mi comparecencia recordando que la economía española se encuentra inmersa en una coyuntura extremadamente incierta, que los retos estructurales que tiene por delante son de una enorme envergadura, y que el hecho de que tales retos estén estrechamente relacionados entre sí exige una estrategia integral de reformas ambiciosas con vocación de permanencia. Solo mediante una respuesta decidida de las políticas económicas a los múltiples desafíos de corto, medio y largo plazo que enfrenta la economía española seremos capaces de mantener una senda de crecimiento robusta, sostenida y que ofrezca oportunidades para todos en los próximos años. Esta respuesta debe ser, además, duradera en el tiempo, lo que exige grandes consensos políticos y sociales. Las incertidumbres generadas por la guerra en Ucrania y las que todavía persisten derivadas de la pandemia— dos eventos absolutamente extraordinarios —así lo demandan.