

23.06.2020

Los principales retos de la economía española tras el Covid-19

Este documento contiene una versión ampliada de la intervención inicial del gobernador del Banco de España ante la Comisión de Reconstrucción Social y Económica del Congreso de los Diputados con el objetivo de reflejar con mayor grado de detalle sus aportaciones a los trabajos de dicha comisión

Pablo Hernández de Cos
Gobernador

1 Introducción

Comparezco antes ustedes, en esta *Comisión para la Reconstrucción Social y Económica de España tras el Covid-19*, al objeto de presentar las líneas maestras que, en opinión del Banco de España, constituyen las prioridades estratégicas para la política económica en nuestro país de cara a favorecer una pronta reactivación de la economía española y sentar las bases de un mayor crecimiento, más sostenible y equilibrado.

Antes de desarrollar estas prioridades, permítanme que dedique unas palabras de elogio y agradecimiento a la ciudadanía de nuestro país por el comportamiento ejemplar que está demostrando en las circunstancias —especialmente duras— que nos ha tocado vivir en los últimos meses. Y, naturalmente, palabras también de apoyo para todas aquellas personas que hayan perdido a algún ser querido como consecuencia de esta pandemia.

Señorías, como perfectamente conocen, la crisis derivada de la pandemia del Covid-19 ha generado una interrupción de la actividad económica de una magnitud elevadísima, no solo en España sino también a escala global. Hasta tal punto, que, de acuerdo con todas las previsiones disponibles, este año se producirán, probablemente, los retrocesos del PIB más abultados que se hayan registrado en tiempos de paz. De hecho, los escenarios con caídas de la actividad más moderadas, que se proyectaban hace solo un mes, ya han sido descartados, dado que la perturbación negativa actual, aun a pesar de tener un carácter temporal, está siendo más duradera de lo que inicialmente anticipábamos.

Como defendí en mi comparecencia del pasado mes de mayo en la Comisión de Economía del Congreso¹, la severidad, la temporalidad y la globalidad de esta perturbación justifican, en una primera fase, acciones de política económica contundentes —monetarias, fiscales y prudenciales—, acotadas en el tiempo —hasta que el empleo y la actividad económica recuperen el pulso tras el proceso de hibernación inducida— y coordinadas a escala internacional.

El objetivo de esta terapia de choque debe ser reducir la incidencia de la pandemia en el corto plazo y facilitar la salida de la economía de la hibernación de estos últimos meses con el menor daño posible, para evitar que una perturbación de carácter temporal genere efectos persistentes en el tiempo. Con carácter general, puede decirse que la respuesta de las autoridades fiscales, monetarias y prudenciales ha sido significativa. Unas medidas que ya describí y valoré en esa comparecencia.

Tras la etapa de hibernación, se inicia ahora una segunda fase, en la que, como apuntan los indicadores disponibles, la economía está empezando a reactivarse de forma gradual, a medida que avanza el proceso de desescalada establecido por el Gobierno. No obstante, esta segunda fase se caracteriza, en primer lugar, por una incertidumbre todavía muy elevada. A día de hoy son numerosas las incógnitas sin despejar acerca de la evolución que tendrá la enfermedad en los próximos meses y que determinará el ritmo de normalización de nuestra vida cotidiana y, por tanto, de la actividad económica. Es muy probable que esta

¹ Véase P. Hernández de Cos (2020). [Comparecencia ante la Comisión de Asuntos Económicos y Transformación Digital del Congreso de los Diputados](#), de 18 de mayo de 2020.

incertidumbre afecte negativamente a las decisiones de consumo e inversión y a los flujos comerciales internacionales durante un periodo prolongado.

En segundo lugar, la necesidad de minimizar el riesgo de un rebrote de la enfermedad exigirá mantener por algún tiempo, cuya duración es difícil de prever, algunas limitaciones y medidas de seguridad sanitaria que condicionarán el normal desempeño de la actividad económica y afectarán de forma heterogénea a las distintas ramas productivas.

En tercer lugar, en esta fase irán haciéndose más visibles los efectos desiguales que la crisis está teniendo en los diferentes sectores, tipos de empresas y grupos de población. También, conforme avancemos en la desescalada, podremos apreciar en qué medida, a pesar de las distintas acciones de política económica aplicadas, la crisis está produciendo daños de carácter más permanente en nuestro tejido productivo.

Finalmente, no hay que descartar que la pandemia genere algunos cambios estructurales en la economía, aunque estos sean difíciles de anticipar en estos momentos. Por ejemplo, esta crisis ha puesto de manifiesto ya algunas vulnerabilidades asociadas, por ejemplo, al proceso de fragmentación global de la producción, que habían pasado relativamente desapercibidas en los últimos años. También ha provocado cambios notables en el comportamiento de los agentes económicos, como en lo relativo a la forma y la intensidad con la que las nuevas tecnologías de la comunicación se están aplicando en diferentes ámbitos. La identificación temprana de estos cambios estructurales y la comprensión de sus implicaciones para el conjunto de la economía, así como para determinados sectores, empresas o segmentos de la población, resulta crucial.

En esta segunda fase, de reactivación de la actividad económica, caracterizada por una elevada incertidumbre, la permanencia de limitaciones y medidas de seguridad sanitaria y la existencia de potenciales daños y cambios estructurales en la economía, la respuesta de política económica tiene que combinar el objetivo de apoyar la recuperación —que aconseja no efectuar una retirada prematura de las medidas de apoyo, pues esto aumentaría el riesgo de que el crecimiento económico sufriera daños más duraderos—, con el de facilitar el ajuste estructural de la economía al escenario que emergerá tras la pandemia.

Con este fin, el grado, la composición y la duración de las políticas de apoyo a la economía deberán acomodarse a la evolución de la situación sanitaria y la coyuntura económica. En particular, las medidas puestas en marcha en esos últimos meses y otras nuevas, cuya introducción será necesaria, deberán adaptarse al ritmo con el que la actividad económica recupera una cierta normalidad, ritmo que, como digo, previsiblemente será muy heterogéneo por ramas productivas y empresas.

En paralelo, la identificación temprana de los daños y las transformaciones estructurales derivadas de esta pandemia resulta crucial ya que, para afrontarlas con éxito, la respuesta de política económica no deberá dirigirse solo a sostener temporalmente las rentas de las empresas y los trabajadores afectados, sino que también deberá favorecer la adaptación del tejido productivo a las nuevas realidades y la reasignación eficiente de los recursos entre sectores y empresas.

En esta fase, en los ámbitos monetario y financiero, a cuyas decisiones a escala europea contribuye, como saben, el Banco de España junto con el Banco Central Europeo (BCE) y el Mecanismo Único de Supervisión, la prioridad debe seguir siendo apoyar la recuperación de la economía. Para ello, más allá de las decisiones ya adoptadas en los últimos meses, en el Consejo de Gobierno del BCE hemos reiterado nuestro compromiso de hacer todo lo que sea necesario para apoyar a los ciudadanos y las empresas de la zona del euro en estos momentos extremadamente difíciles. Esto incluye asegurar que nuestra política monetaria se transmita a todos los sectores de la economía y a todas las jurisdicciones, y evitar que surjan problemas de fragmentación financiera como los vividos en el pasado. Por tanto, el Consejo de Gobierno sigue estando preparado para ajustar todos sus instrumentos según proceda. Por otro lado, en materia supervisora, deberemos seguir ejerciendo una vigilancia estrecha sobre las entidades y los mercados financieros, para que sigan facilitando el necesario flujo de crédito a la economía, y sobre los riesgos para la estabilidad financiera surgidos como consecuencia de esta crisis, y estar dispuestos para dar una respuesta europea adecuada en caso de que estos se materialicen. Como señalé en mi comparecencia en la Comisión de Economía, creo que todos debemos compartir el objetivo de evitar que la crisis actual pueda acabar dando lugar a un endurecimiento generalizado de las condiciones de financiación o dañando gravemente nuestro sistema financiero.

A escala nacional y con el doble objetivo mencionado, de atender las necesidades más imperiosas del corto plazo y de promover la adaptación de la economía al escenario pos-Covid, en esta segunda fase de la crisis deberían, en primer lugar, extenderse temporalmente algunas de las medidas ya aplicadas durante los últimos meses. En particular, sería deseable que, en algunos de los sectores o empresas más afectados por esta crisis, se prologasen durante un tiempo adicional condiciones favorables sobre los expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE). En paralelo, debería asegurarse el correcto funcionamiento de los diferentes mecanismos internos de flexibilidad de los que las empresas disponen en el actual marco laboral, algo que resulta particularmente adecuado en un contexto, como el que he descrito, cambiante y rodeado de una gran incertidumbre. Deberían también extenderse de manera focalizada las medidas desplegadas de apoyo a ciertos colectivos cuya situación de vulnerabilidad, con toda seguridad, se va a mantener durante algún tiempo. Asimismo, en el caso de las líneas de apoyo público a la liquidez de las empresas, sería conveniente valorar la posibilidad de ampliar los mecanismos actuales por medio de instrumentos que primen el acceso a la financiación por parte de aquellos agentes con perspectivas más sólidas de viabilidad.

En segundo lugar, deben incorporarse nuevas medidas en varios ámbitos, como la mejora de las políticas activas de empleo y de formación para desempleados y trabajadores suspendidos temporalmente, a fin de mantener su empleabilidad y facilitar su reasignación en el mercado laboral; la revisión de los procesos de reestructuración e insolvencia empresarial, con el objeto de reforzar su agilidad y eficacia para que las empresas con dificultades financieras —cuyo número aumentará previsiblemente en los próximos meses— tengan acceso a un marco de reestructuración preventiva que les permita continuar con su actividad empresarial cuando aún son viables; o el refuerzo del sistema educativo para asegurar que los alumnos adquieren las cualificaciones necesarias aun en ausencia de educación presencial.

En tercer lugar, de cara a añadir un impulso fiscal en las primeras fases de la recuperación —que puede resultar particularmente necesario en un contexto de elevada incertidumbre— y orientar el esfuerzo de recuperación de nuestro tejido productivo, sería recomendable dar prioridad, ya en el corto plazo, a la inversión pública en innovación, en capital tecnológico, en educación y formación continua, y en proyectos que contribuyan a la transición hacia una economía más sostenible, en línea con las directrices estratégicas señaladas recientemente por las autoridades europeas. El uso de la financiación del fondo de recuperación propuesto por la Comisión Europea, todavía pendiente de aprobación, debería priorizar también estas áreas.

En cuarto lugar, el escenario macroeconómico extraordinariamente complejo que se dibuja como consecuencia de esta pandemia hace más necesario, si cabe, la definición de una agenda de reformas estructurales ambiciosa dirigida a aumentar el crecimiento potencial de la economía. Unas reformas que ya eran necesarias antes de esta crisis, dada la pobre dinámica de la productividad en nuestra economía, la elevada tasa de paro estructural y de temporalidad en el empleo, y los desafíos asociados con el envejecimiento de la población, el incremento de la desigualdad y el cambio climático. Retos a los que deberían añadirse aquellos que están emergiendo como consecuencia de esta crisis, como los relativos al posible repliegue del proceso de globalización y a la aceleración de la digitalización de la economía, y otros que ya requerían de una respuesta internacional antes de esta crisis, como son la necesidad de completar la unión económica y monetaria y de fomentar el multilateralismo a escala europea y global.

Finalmente, tampoco podemos olvidar que la terapia de choque aplicada en los primeros compases de la crisis, aunque necesaria, no está exenta de efectos secundarios adversos. Y estos son especialmente visibles en el aumento del endeudamiento público que se producirá tanto por el deterioro de la actividad como por la respuesta de política económica.

Por ello, del mismo modo que la decidida respuesta fiscal a corto plazo permitirá minorar el daño futuro en nuestra economía, debemos aceptar que un mayor impulso presupuestario en la actualidad debe venir de la mano de una estrategia clara de saneamiento de las cuentas públicas en el medio plazo a través de una revisión del gasto y de la estructura y la capacidad impositivas. Esto es particularmente necesario en países, como España, que se enfrentan a esta crisis desde una posición de partida caracterizada por unos niveles elevados de endeudamiento público y de déficit estructural.

Dada la magnitud de los retos económicos de corto, medio y largo plazo que debe afrontar la sociedad española, permítanme que les exponga seguidamente las razones que, a mi juicio, deberían llevar a poner en marcha una estrategia ambiciosa, temprana, integral, permanente y evaluable de reformas estructurales y de consolidación fiscal, cuyos principales detalles abordaré con posterioridad.

En primer lugar, dicha estrategia deberá ser ambiciosa. La magnitud de los retos a los que se enfrenta la economía española demanda esa ambición, si verdaderamente se aspira a sentar las bases de un crecimiento futuro sostenible y equilibrado.

En segundo lugar, en relación con el momento más adecuado para esta estrategia, es importante distinguir su diseño de su implementación. La consolidación fiscal ha de

aplicarse una vez que se supere el episodio recesivo actual y los efectos económicos adversos de la pandemia, pero su diseño y comunicación no deberían dilatarse. Una definición temprana de esta estrategia tendría importantes beneficios para la credibilidad de nuestra política económica, lo que favorecería su aplicación gradual posterior y permitiría potenciar los efectos expansivos de las actuaciones fiscales actuales.

En el caso de las reformas estructurales, su diseño e implementación deberían acelerarse, dado que sus efectos positivos muchas veces tardan en visualizarse y que la expectativa de su aplicación puede reforzar la confianza de los agentes en la capacidad de crecimiento futura de nuestra economía. Este último aspecto es clave, puesto la mejora de las expectativas sobre el futuro normalmente conlleva efectos positivos sobre las decisiones de gasto e inversión de los agentes incluso en el muy corto plazo.

En tercer lugar, la estrategia debe tener un carácter integral, dado que la mayor parte de los retos de nuestra economía están estrechamente relacionados entre sí. Solo una estrategia global que reconozca explícitamente los múltiples canales que conectan entre sí a los distintos desafíos a los que se enfrenta la economía española podrá darles una respuesta adecuada. A modo de ejemplo, las reformas estructurales que se desplieguen para aumentar el potencial de crecimiento de la economía y abordar los desajustes estructurales del mercado laboral español tendrán, con seguridad, una notable incidencia sobre las finanzas públicas y los niveles de desigualdad. De la misma manera, no pueden resolverse los problemas asociados al envejecimiento de la población sin tener en cuenta la restricción presupuestaria del sector público o las dinámicas de desigualdad entre individuos y entre generaciones. Y esta globalidad incluye, por supuesto, las acciones a escala internacional (y, en particular, europea), que, en un contexto tan integrado y globalizado como el actual, resultan fundamentales para el devenir de la economía española; acciones sobre las cuales debemos tener la ambición de influir de manera decisiva.

En cuarto lugar, la estrategia debería desplegarse con una vocación de permanencia. Con carácter general, la incertidumbre sobre la perdurabilidad del marco jurídico en el que se desenvuelve la actividad económica condiciona negativamente las decisiones de gasto e inversión de hogares y de empresas. Pero estos efectos negativos de la incertidumbre sobre el marco jurídico son particularmente elevados en un contexto de crisis económica como la actual. Por ello, resulta fundamental que la estrategia de política económica que se diseñe para facilitar la recuperación de esta crisis alcance un alto grado de consenso en todos los ámbitos (político, social y económico), que garantice su permanencia en el tiempo, condición *sine qua non* para que sea creíble y, por consiguiente, eficaz. En mi intervención en la Comisión de Economía del Congreso, a la que antes aludía, hice mención de la necesidad de un acuerdo político que abarcara varias legislaturas. En esta Comisión, me reafirmo en esa necesidad.

Finalmente, toda estrategia concebida con un horizonte de medio plazo debería ser cuidadosamente evaluada. Con carácter general, cualquier actuación de política económica debería exigir una evaluación pormenorizada de sus ventajas y de sus inconvenientes, tanto antes de su implantación como después de ella, por medio de evaluaciones periódicas que permitan identificar áreas de mejora en su diseño o en su aplicación. Adoptar esta cultura de evaluación en el diseño de la política económica sería, de hecho, uno de los pilares sobre

los que debería diseñarse esta estrategia. Para lograr dicho objetivo, resulta esencial que las autoridades dispongan de datos suficientemente detallados, bien sean de origen administrativo o procedentes de encuestas *ad hoc*, y que esta información pueda ser analizada también por la comunidad investigadora.

En el resto de mi intervención ante esta Comisión, ofreceré unas breves pinceladas sobre la disrupción que la pandemia de Covid-19 ha supuesto ya para la actividad económica y las proyecciones de la economía española en el corto y medio plazo. Con posterioridad, en lo que constituirá la parte central de mi discurso en el día de hoy, detallaré los principales desafíos a los que la economía española deberá hacer frente en los próximos años, y esbozaré los aspectos básicos que, a juicio del Banco de España, deberían inspirar la respuesta de política económica ante cada uno de estos retos.

2 La crisis económica provocada por la pandemia del coronavirus

El impacto que la pandemia de Covid-19 ha tenido en estos últimos meses, en España y a escala internacional, ha sido de una extraordinaria intensidad. Desde una perspectiva sanitaria, la enfermedad ha supuesto la pérdida de miles de vidas humanas y ha llevado al límite a los sistemas de salud de la mayor parte de los países afectados. Desde un punto de vista económico, como consecuencia fundamentalmente de las medidas de confinamiento y distanciamiento social que ha sido necesario adoptar para contener la expansión de la pandemia, la contracción que ha experimentado la actividad económica apenas tiene precedentes históricos.

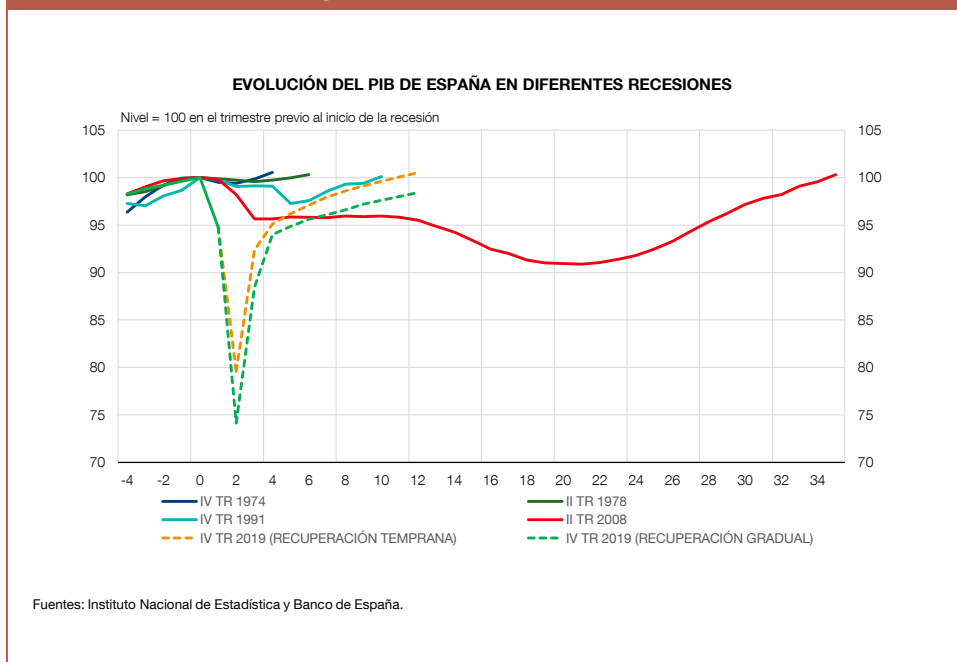
Así, por ejemplo, en China, primera economía golpeada por la enfermedad, el primer trimestre del año se saldó con el mayor retroceso del PIB en tasa intertrimestral de su historia (cerca del 10%). Por su parte, en Estados Unidos el PIB se redujo en un 5% (tasa intertrimestral anualizada) entre enero y marzo, y la destrucción de empleo ha sido especialmente acusada, con un aumento de la tasa de paro hasta máximos históricos en los meses transcurridos desde la irrupción de la pandemia.

La economía española no ha sido inmune a estas dinámicas, y, de hecho, es una de las más duramente golpeadas por esta crisis hasta el momento. En concreto, la estimación preliminar del Instituto Nacional de Estadística señala que el PIB disminuyó un 5,2% en los tres primeros meses del año, lo que supone la mayor caída intertrimestral de nuestra historia reciente y un retroceso superior al registrado en la media de la UEM (un 3,6%).

Y todo ello a pesar de que las medidas de confinamiento adoptadas para contener la expansión de la enfermedad solo afectaron a las dos últimas semanas del primer trimestre. En este sentido, el hecho de que la práctica totalidad de las restricciones iniciales vinculadas al estado de alarma hayan estado vigentes durante más de la mitad del segundo trimestre implicará, necesariamente, una caída significativamente más intensa de la actividad de este período que la registrada en los tres primeros meses del ejercicio. De acuerdo con las últimas estimaciones realizadas por el Banco de España, esta contracción podría situarse entre un 16% y un 21,8% en tasa intertrimestral².

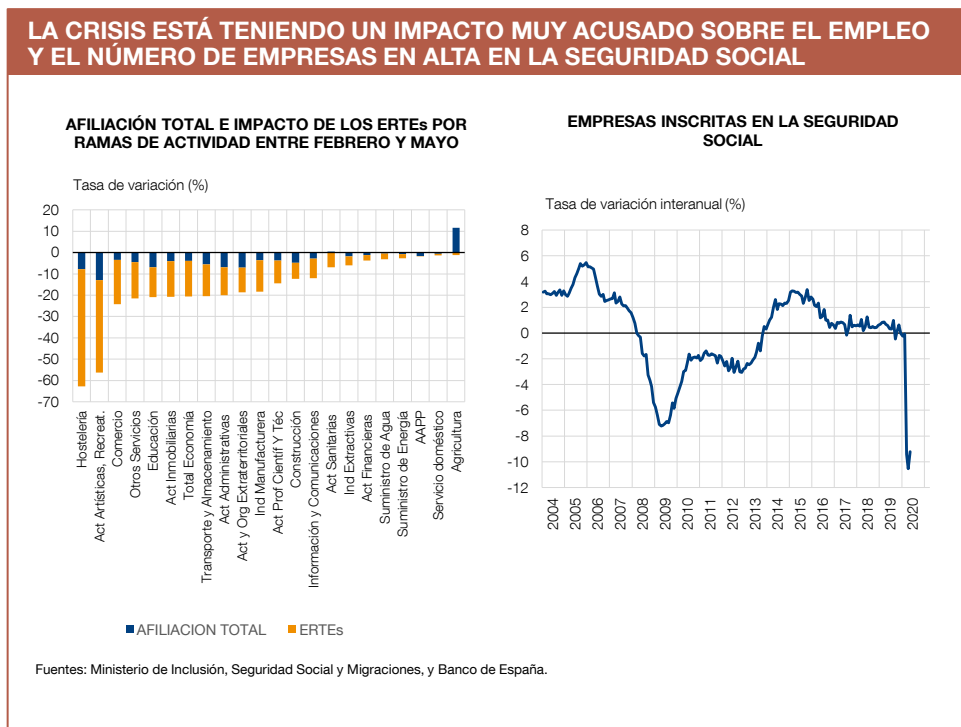
² Véase Banco de España (2020). «Informe trimestral de la economía española», Boletín Económico, 2/2020.

EL PIB HABRÍA SUFRIDO UNA CONTRACCIÓN SIN PRECEDENTES EN LA PRIMERA MITAD DEL AÑO



Sin ánimo de ser exhaustivo, querría mencionar dos dimensiones en las que puede apreciarse con nitidez la incidencia extraordinariamente severa que esta crisis está teniendo sobre nuestra economía. Por una parte, de acuerdo con los datos de afiliación a la Seguridad Social, desde la declaración del estado de alarma y hasta finales de mayo, se habrían destruido en España unos 675.000 puestos de trabajo (un 3,5% del total). Y, a pesar de su magnitud, estas cifras estarían ofreciendo solo una visión parcial del impacto de la crisis sobre el empleo, pues no incluyen a los trabajadores afectados por ERTE ni a los autónomos que se encuentran en situación de cese temporal de actividad. Y es precisamente a través de estos dos instrumentos de ajuste temporal del empleo, impulsados por el Gobierno en su respuesta de política económica a la crisis, como se ha materializado el grueso de la corrección en el mercado de trabajo en España durante los últimos meses. De hecho, si se toma en consideración a estos trabajadores y a los autónomos acogidos a este tipo de esquemas, el ajuste que se habría producido en el mercado de trabajo español desde mediados de marzo y hasta finales de mayo alcanzaría a más del 26% del total del empleo.

Por otra parte, desde el inicio de la crisis, el número de empresas dadas de alta en los registros de la Seguridad Social habría sufrido la mayor caída de su historia. En concreto, entre finales de febrero y finales de mayo, este número habría disminuido en casi 108.000. Esto supone un descenso, en tasa interanual, del 9,2% en mayo, contracción muy superior a la máxima registrada tras el estallido de crisis financiera global (un 7,2% en abril de 2009). Entre otros, este indicador pone de manifiesto la severidad con la que esta crisis estaría afectando también al tejido empresarial español, cuyo ajuste, evidentemente, se encontraría estrechamente relacionado con el observado en el mercado laboral que ya he comentado.

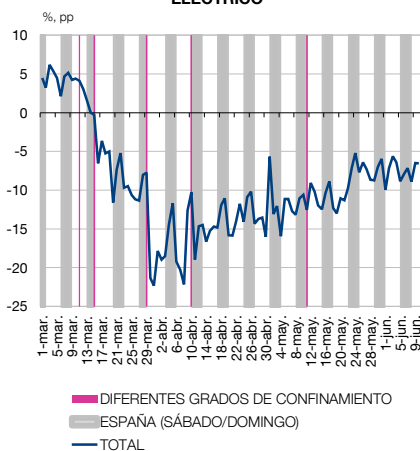


Es cierto, no obstante, que la actividad económica habría comenzado a recobrar el pulso en las últimas semanas a medida que se ha avanzado en el plan de desescalada gradual de las restricciones inicialmente impuestas sobre la movilidad y la actividad de determinados sectores. De mantenerse, estas dinámicas darían paso a un comportamiento más favorable de la actividad en la segunda mitad del año, si bien esta recuperación no sería suficiente, de momento, para compensar las caídas tan acusadas que han venido registrándose desde mediados de marzo y estaría sometida aún a una considerable incertidumbre.

En primer lugar, existe una elevada incertidumbre en cuanto a la evolución sanitaria de la enfermedad, sin que puedan descartarse nuevos brotes en los próximos meses, y, en todo caso, antes de que se disponga a gran escala de una vacuna o un tratamiento eficaz contra el Covid-19.

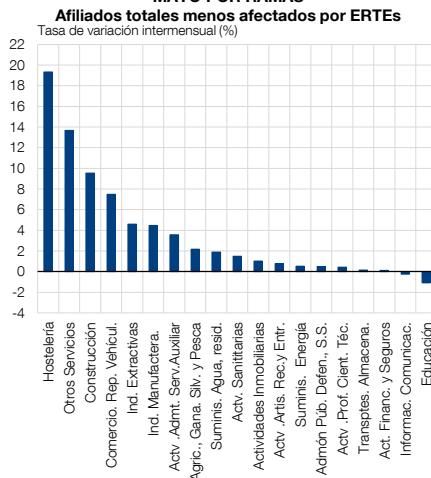
LA ACTIVIDAD HABRÍA COMENZADO A RECOBRAR EL PULSO EN LAS ÚLTIMAS SEMANAS EN LÍNEA CON EL AVANCE EN EL PLAN DE DESESCALADA

ESTIMACIÓN DEL IMPACTO DE LAS DIFERENTES MEDIDAS DE CONFINAMIENTO EN EL CONSUMO ELÉCTRICO



Fuentes: Red Eléctrica de España, Comisión Europea, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, y Banco de España.

EVOLUCIÓN DE LA AFILIACIÓN EFECTIVA EN MAYO POR RAMAS



En segundo lugar, también es difícil precisar, en estos momentos, los daños estructurales que esta crisis pueda ocasionar sobre el tejido empresarial y el mercado laboral español, y, por tanto, sobre la capacidad de crecimiento del conjunto de la economía en el medio plazo.

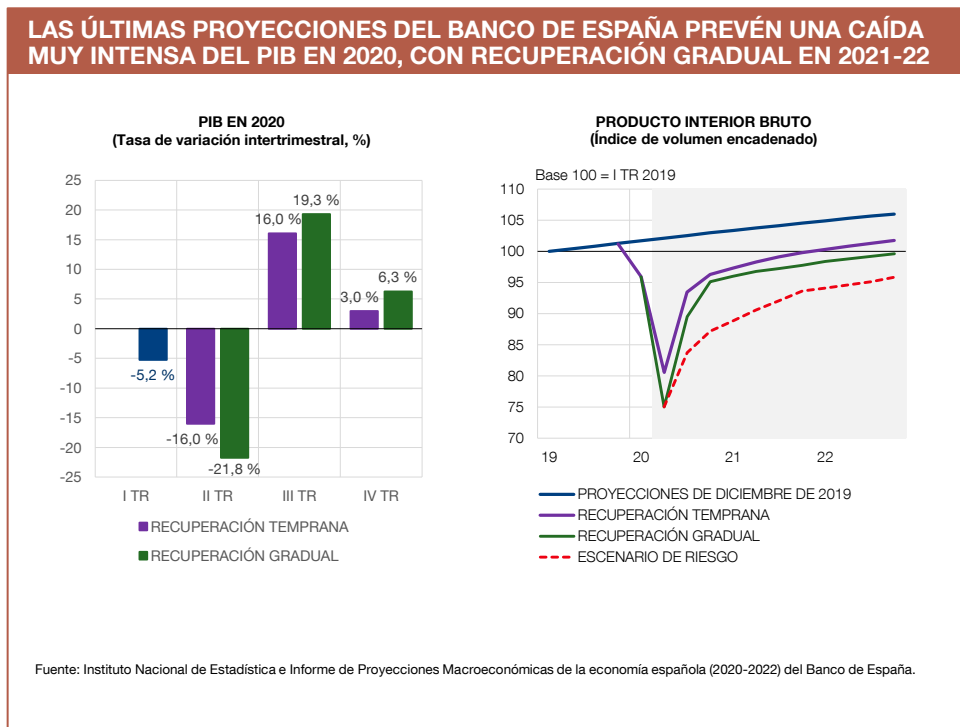
Como reflejo del entorno tan volátil en el que nos movemos, las últimas proyecciones del Banco de España³, publicadas el pasado 8 de junio, que forman parte de las previsiones para el conjunto del área del euro realizadas por el Eurosistema, contemplan varios escenarios, que incorporan diferentes supuestos sobre el ritmo al que pueda recuperarse una cierta normalidad desde un punto de vista tanto sanitario como económico. A efectos de esta comparecencia querría resaltar tres aspectos clave de estas previsiones.

En primer lugar, todos los escenarios contemplan caídas muy acusadas del PIB español en 2020. El primer escenario, de “recuperación temprana”, describe una situación en la que la recuperación se produce a un ritmo elevado ya desde la segunda mitad de este trimestre, y no se materializan nuevos obstáculos relevantes de índole sanitaria, económica o financiera en los próximos trimestres. En este escenario, aun a pesar de que se prevé que el PIB pueda repuntar un 16% en el tercer trimestre del año —el mayor crecimiento intertrimestral de nuestra historia—, el producto retrocedería un 9% en el conjunto de 2020.

El segundo escenario, de “recuperación gradual”, incorpora un impacto más persistente de la fuerte caída de la actividad durante la fase de confinamiento intenso, y también la posibilidad de que se produzcan nuevos brotes de la enfermedad durante el período en el que todavía no dispongamos de vacuna o tratamiento eficaz contra el virus. En este contexto, el comportamiento económico de los agentes se verá afectado, sin que pueda descartarse la necesidad de reintroducir puntualmente algún tipo de medida de distanciamiento social. Esto ralentizaría la recuperación económica en relación con el

³ Véase [Proyecciones macroeconómicas de la economía española \(2020-2022\): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de junio de 2020](#).

escenario anterior, y, a pesar de que el PIB crecería a tasas intertrimestrales muy intensas en la segunda mitad del ejercicio (por encima del 19% en el tercer trimestre y por encima del 6% en el cuarto), la caída del producto este año alcanzaría el 11,6%.



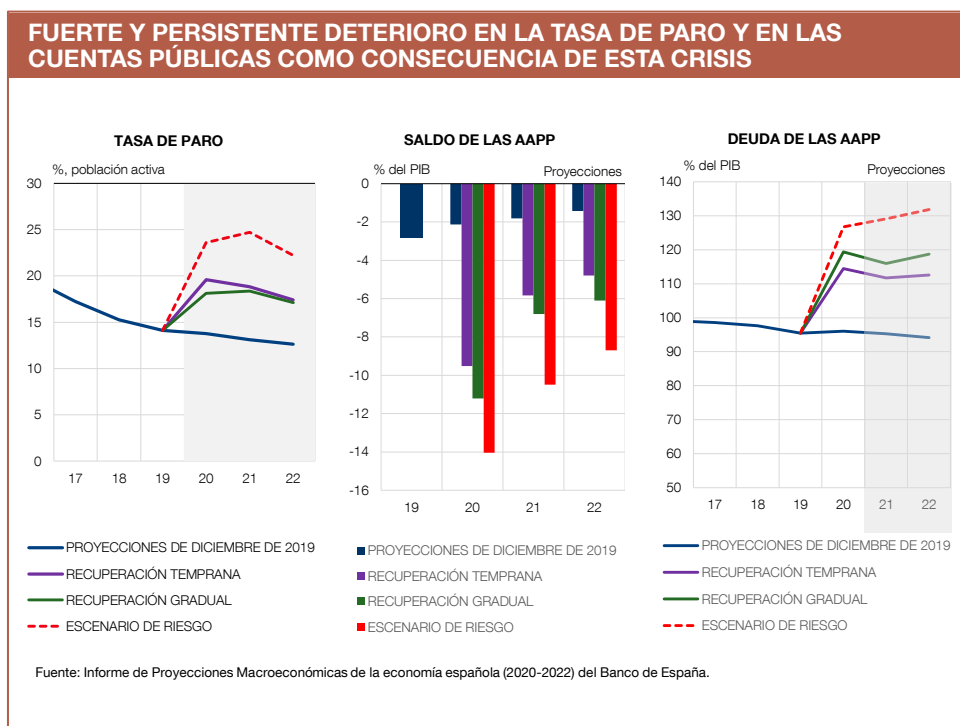
La recuperación económica solo permitiría retornar a niveles de actividad próximos a los previos a la crisis a finales de 2022. En concreto, al final del período de proyección, el nivel del PIB se situaría unos 0,5 puntos porcentuales (pp) por encima de la cota previa a la crisis en el escenario de recuperación temprana, mientras que sería todavía inferior (en 1,6 pp) en el escenario de recuperación gradual. No obstante, con respecto al nivel que se proyectaba en diciembre de 2019, estas brechas serían de casi 4 pp y 6 pp, respectivamente. Estamos hablando, por lo tanto, de una perturbación muy negativa en el corto plazo, pero cuyos efectos se prolongarán durante un horizonte amplio.

Además, no podemos descartar otros escenarios en los que la recuperación encuentre obstáculos significativos que ralenticen aún más la salida de esta crisis. La naturaleza de estos obstáculos es *a priori* diversa, sin que puedan descartarse una evolución más adversa de la enfermedad en los próximos trimestres, un retraso significativo en el descubrimiento o en la aplicación generalizada de la vacuna contra el coronavirus, o un mayor daño sobre el tejido productivo y la situación financiera de los agentes económicos que el considerado en los escenarios anteriores. Cualquiera de estos factores podría condicionar significativamente la salida del actual período recesivo, dando lugar a una recuperación más endeble. Para tratar de ilustrar una situación adversa de estas características, el ejercicio del Eurosistema en el que se enmarcan las proyecciones del Banco de España a las que me estoy refiriendo incluye un tercer escenario, que trata de incorporar implícitamente la posibilidad de que se materialicen algunos de estos factores de riesgo en los próximos meses. Para la economía española, esto podría traducirse en caídas del PIB para este año en el orden del 15%. Como pueden imaginarse, el grado de incertidumbre en la confección de un escenario de riesgo de estas características es extraordinariamente elevado. Pero,

en todo caso, la cifra que acabo de mencionar constituye una seria advertencia de la magnitud de las dificultades a las que se enfrenta nuestra economía —y la de los países de nuestro entorno— para recuperar el normal funcionamiento de la actividad económica tras el brutal *shock* que hemos sufrido en estos últimos meses.

En segundo lugar, las previsiones que acabo de esbozar son, en términos generales, algo más negativas en el corto plazo que las contempladas para el conjunto del área del euro. Los pronósticos más recientes de otros organismos internacionales como la Comisión Europea o la OCDE, ya venían apuntando en esta dirección. Varios factores contribuyen a explicar esta mayor incidencia relativa de la crisis sobre la economía española. Entre otros, la propia estructura productiva de nuestro país, con un peso muy elevado de los sectores que se han visto más afectados por esta crisis, como es el caso del turismo y de las actividades que implican un componente elevado de interacción social. Pero también la elevada temporalidad del empleo en nuestro mercado de trabajo y una demografía empresarial en la que predominan, con más frecuencia que en otros países, las pequeñas y medianas empresas; aspectos ambos que nos hacen relativamente más vulnerables a perturbaciones como la actual.

Por último, más allá del impacto de la crisis sobre el PIB, estas previsiones también apuntan a un aumento muy notable y persistente de la tasa de paro, y de la deuda y el déficit públicos.



En concreto, la tasa de paro aumentaría con intensidad este año: hasta el 18,1% de la población activa en el escenario de recuperación temprana y hasta el 19,6% en el de recuperación gradual, y aún permanecería por encima del 17% en 2022.

Por su parte, el déficit de las Administraciones Públicas (AAPP), que en 2019 fue del 2,8% del PIB, se elevaría este año hasta el 9,5% en el escenario de recuperación temprana y

hasta el 11,2% en el de recuperación gradual. El rebote de la actividad económica en 2021 y 2022, junto con el desvanecimiento del impacto de las medidas de carácter transitorio adoptadas en respuesta a la pandemia, daría lugar a una disminución del déficit en estos años, pero este aún se situaría en 2022 en niveles notablemente superiores a los de los últimos ejercicios. Del mismo modo, la ratio de deuda pública sobre PIB aumentaría aproximadamente entre 20 pp y 25 pp en 2020, hasta situarse cerca del 115% y del 120% en cada uno de los dos escenarios, y permanecería en niveles muy elevados en los dos años siguientes.

En nuestra opinión, las magnitudes principales de dichas previsiones, junto con los desafíos estructurales de la economía española, ya presentes con anterioridad a esta crisis, ponen de manifiesto la necesidad de desplegar de forma urgente una ambiciosa estrategia global de crecimiento con un horizonte de medio plazo y el diseño de una programa de consolidación fiscal, para su aplicación conforme vayan superándose los efectos más adversos de la crisis y se consolide la senda de recuperación.

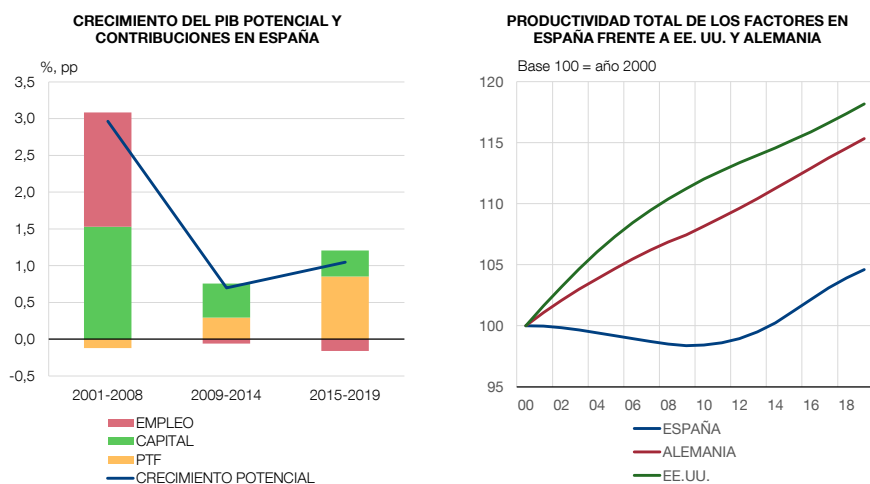
3 Mejorar la dinámica de la productividad

Permítanme que comience la descripción detallada de los principales retos que la economía española debe abordar en el medio plazo con la necesidad de incrementar nuestra capacidad de crecimiento potencial.

Antes del estallido de la crisis del coronavirus, las estimaciones del Banco de España situaban el potencial de crecimiento de la economía española ligeramente por encima del 1% anual. Como ya he mencionado, aún es pronto para valorar con precisión la magnitud de los daños que la crisis actual provocará sobre este crecimiento potencial, pero, indudablemente, el impacto será negativo y, por tanto, nuestra capacidad de crecimiento de cara al futuro podría ser menor que la estimada antes de la crisis.

El principal factor que está detrás del modesto crecimiento potencial de la economía española es, sin lugar a dudas, el bajo crecimiento de nuestra productividad [medida por la productividad total de los factores (PTF)]. Este aspecto no es, en absoluto, novedoso ni fruto de algún fenómeno transitorio. Presenta un carácter estructural. En particular, en los veinte últimos años la PTF ha crecido en España a una tasa anual promedio del 0,2%, aproximadamente, muy por debajo del crecimiento registrado en Alemania (un 0,8%, de acuerdo con las estimaciones de la Comisión Europea) o en Estados Unidos (un 0,9%).

LA ECONOMÍA ESPAÑOLA TIENE UN POTENCIAL DE CRECIMIENTO MODESTO, LASTRADO POR EL REDUCIDO CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD



Fuentes: Banco de España y Comisión Europea.

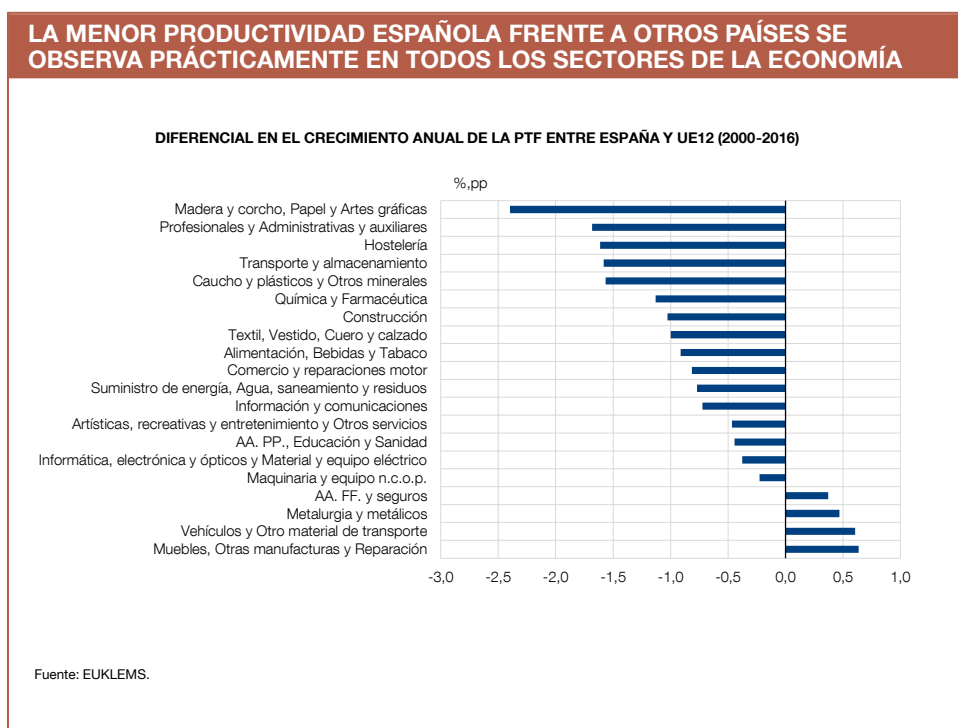
La etapa de recuperación previa a esta crisis es ilustrativa de este problema. El aumento de la renta per cápita española fue el resultado del incremento de la cifra de ocupados, mientras que la contribución de los avances de la productividad aparente del trabajo fue muy reducida. Y, del mismo modo, las ganancias de competitividad acumuladas en ese período (medidas a través de los costes laborales unitarios relativos a los del conjunto del área del euro) recayeron sobre todo en el ajuste de los costes laborales, mientras que las mejoras genuinas en productividad fueron más modestas. En resumen, según la Comisión Europea, la PTF creció un 0,4% en España, en promedio anual, entre 2013 y 2019, frente a un 0,5% en la UEM. En consecuencia, siguió ampliándose, aunque a menor ritmo, el diferencial desfavorable acumulado respecto a los demás países miembros en el nivel de la PTF que ha venido observándose desde la creación del euro.

En ningún caso, estas diferencias deberían subestimarse, pues las ganancias de productividad representan el ingrediente fundamental para conseguir un aumento sostenible del bienestar económico de un país. De hecho, cuanto mayores sean estas ganancias, mayores serán las posibilidades de incrementar los niveles salariales y la calidad de los empleos creados, así como los recursos para la financiación de las políticas públicas.

Es importante señalar también que la composición sectorial de la economía española explica solo una parte de este escaso dinamismo de la productividad. En efecto, si bien es cierto que nuestra estructura productiva se encuentra sesgada hacia ramas de actividad que suelen presentar menores crecimientos de la productividad, la menor productividad frente a otros países europeos se observa en prácticamente todos los sectores⁴. La productividad media de las empresas españolas se sitúa en un nivel inferior entre un 10%

⁴ Véase P. Cuadrado et al. (2020), *A sectoral anatomy of the Spanish productivity puzzle*, Documentos Ocasionales, n.º 2006, Banco de España.

y un 40% a las europeas, según el sector, diferencias cuya magnitud es especialmente notable en el caso de las empresas de servicios.



Por lo tanto, independientemente del hecho de que esta crisis esté afectando de forma más intensa a algunas ramas de actividad, cualquier estrategia de reconstrucción que adopte una perspectiva de medio plazo debe abordar los muy diversos aspectos estructurales que, de forma transversal, limitan las ganancias en productividad en una gran mayoría de sectores, y, por tanto, el potencial de crecimiento del conjunto de la economía.

De entre estos factores limitativos del avance de la productividad, hoy me centraré en tres dimensiones especialmente relevantes, en las que la economía española, además, presenta una posición relativamente desfavorable respecto a nuestros socios europeos: la dinámica empresarial y el grado de competencia sectorial, el capital humano y el capital tecnológico.

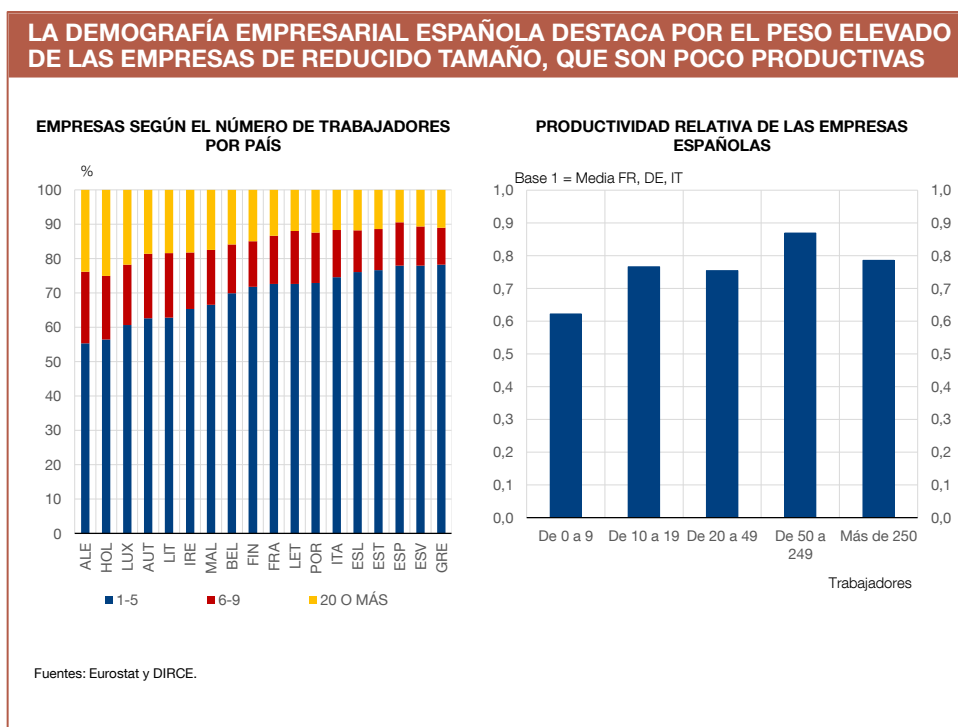
Fomentar la dinámica y el crecimiento empresarial, e incrementar el grado de competencia sectorial

La literatura económica enfatiza que la estructura de mercado y el entorno empresarial desempeñan un papel fundamental en el adecuado funcionamiento de los mercados de bienes y servicios, y son un determinante clave del grado de eficiencia y productividad de la economía⁵. A su vez, estos aspectos están condicionados por la regulación. Así, la evidencia empírica disponible apunta a que una regulación más estricta tiende a estar asociada con una menor dinámica e inversión empresarial, y con una menor productividad.

En relación con esta cuestión, la economía española se caracteriza, en primer lugar, por el reducido tamaño de sus empresas, lo que constituye un factor clave para explicar nuestra

⁵ Véase capítulo IV del Informe Anual 2015 del Banco de España.

baja productividad agregada. Así, en 2019, el porcentaje de empresas con menos de cinco trabajadores alcanzaba el 78% en España, muy superior al 69% en el promedio de la UEM. Y es precisamente en las compañías de menor tamaño donde se observa un diferencial de productividad negativo más amplio con respecto a sus equivalentes europeos⁶.



Potenciar el crecimiento de las empresas de menor tamaño no solo favorecería el crecimiento de la productividad, sino que también tendría importantes implicaciones en términos de la solidez financiera del conjunto del tejido empresarial, pues es bien conocido que las economías con un peso elevado de empresas de reducida dimensión suelen presentar un mayor grado de vulnerabilidad financiera. Por una parte, las empresas de reducido tamaño, al estar menos diversificadas, tanto geográficamente como por productos, son más vulnerables a perturbaciones macrofinancieras. Por otra, estas compañías suelen tener mayores dificultades para acceder a la financiación externa, debido tanto a que la inversión en estas empresas suele ser percibida como más arriesgada como a problemas de información asimétrica (entre inversores o prestamistas y la propia empresa) y de escala reducida⁷. Además, el tamaño de las empresas es también una barrera para el acceso a la financiación en los mercados mayoristas mediante la emisión de valores. Esto se traduce en que las empresas pequeñas tienen, en general, una estructura de financiación menos diversificada que sus competidores de mayor tamaño y, con frecuencia, muy dependiente de los préstamos bancarios, lo que las hace más vulnerables a perturbaciones

⁶ Véase el capítulo 4 del *Informe Anual 2015* del Banco de España.

⁷ En efecto, la literatura económica ha identificado la mayor información asimétrica de las empresas de tamaño reducido, vinculada a la menor calidad y cantidad de información disponible sobre su situación económica y financiera, como uno de los orígenes de sus mayores problemas en el acceso a la financiación externa. Además, su reducido tamaño hace que los costes fijos en los que incurren los prestamistas en analizar su situación económica y financiera sean comparativamente elevados.

que incidan sobre las entidades de crédito (como puso de manifiesto la última crisis financiera).

Todo ello sugiere que, de cara al futuro, será necesario profundizar en los motivos, de diversa índole, por los que el tejido empresarial español permanece tan sesgado hacia las empresas pequeñas y disponer los mecanismos necesarios para favorecer su crecimiento. A escala estatal, existe un conjunto amplio de regulaciones contingentes al tamaño empresarial, que puede plantear desincentivos al crecimiento empresarial⁸. En particular, algunas regulaciones aumentan las cargas de las empresas al superar los 50 empleados (junto con otros criterios de actividad)⁹. De este modo, es plausible que haya empresas que opten por seguir manteniendo un tamaño reducido para evitar los mayores costes que supone superar este tipo de umbrales. En esta dirección apunta la evidencia empírica disponible, que confirma la presencia de un número anormalmente elevado de empresas justamente por debajo de dicho umbral regulatorio¹⁰.

Asimismo, la legislación relativa a los contratos públicos requiere la acreditación por parte de la empresa de un grado de solvencia que suele estar relacionado con su nivel de negocio o su patrimonio neto y con las obras efectuadas en los últimos años, por lo que empresas de reciente creación tienen mayores dificultades para lograr la concesión de una licitación, con independencia de su productividad. Del mismo modo, existen distorsiones en otros ámbitos, como el financiero o el relativo al coste de la energía¹¹. En este sentido, habría que asegurar que los objetivos buscados por este tipo de regulaciones, que introducen una cierta discriminación empresarial, sean compatibles con la competencia entre empresas ya establecidas y las de creación más reciente, y no planteen dificultades añadidas a las posibilidades de crecimiento empresarial.

En relación con el papel de la regulación, este es habitualmente uno de los principales obstáculos a la inversión mencionados por las empresas en las encuestas realizadas¹². En este sentido, a pesar de las mejoras significativas registradas durante la última década, el marco regulatorio español sigue presentando márgenes de mejora cuando se compara con el de las economías con las mejores prácticas, de acuerdo con el informe *Doing Business* del Banco Mundial¹³. Este informe muestra que las cargas administrativas para la creación de nuevas empresas son, en general, más gravosas en España. En la actualidad, de acuerdo con esa información, son necesarios siete trámites, 12,5 días y un 3,9% de la renta

⁸ Véase la evidencia relativa al impacto de determinados umbrales regulatorios en la distribución por tamaños de empresas en el capítulo 3 del Informe Anual 2014 del Banco de España y en Comisión Europea (2016), Informe sobre España 2016.

⁹ Por ejemplo, superar ese umbral implica la necesidad de constituir un comité de empresa, desembolsar el IVA con una frecuencia mensual, no poder presentar las cuentas en formato abreviado, o contratar a un auditor de cuentas.

¹⁰ Véase L. Garicano, C. Lelarge y J. van Reenen (2016), "Firm Size Distortions and the Productivity Distribution: Evidence from France", *American Economic Review*, 106, pp. 3439-3479. Para evidencia relativa al umbral de declaración en el impuesto de sociedades en España, véase M. Almunia y D. López-Rodríguez (2018), "[Under the Radar: The Effects of Monitoring Firms on Tax Compliance](#)", *American Economic Journal: Economic Policy*, 10, 1-38.

¹¹ Por ejemplo, en el ámbito financiero, las empresas de diferente tamaño pueden adoptar distintos tipos societarios, que afectan al acceso a la financiación y a la responsabilidad según el capital social desembolsado. Asimismo, en el terreno energético, existen permisos de venta de electricidad autogenerada a partir de una cierta capacidad instalada y la posibilidad de cobrar el derecho a la interrupción de suministro en empresas de gran tamaño.

¹² Véase, por ejemplo, la encuesta del Banco Europeo de Inversiones correspondiente a 2017.

¹³ En el [Doing Business 2020](#), España aparece en la posición 30 en el ranking de facilidad para la realización de negocios; diez países europeos estarían en mejor posición que España. Además, España aparece en la posición 97 en el ranking de facilidad para comenzar un negocio.

per cápita anual para crear una empresa, frente a los 4 (5), 4,5 (4) y 0% (0,7%), respectivamente, que se necesitan en Reino Unido (Francia).

En un país tan descentralizado como España [en 2018, el 71,8% de la normativa tuvo origen en las Comunidades Autónomas (CCAA)], resultaría también conveniente que estas y las Corporaciones Locales pusieran en común sus diferentes prácticas, sector a sector, para alcanzar estándares de regulación de acuerdo con las mejores prácticas. Todo ello, manteniendo el objetivo de favorecer la productividad y no limitar la entrada de potenciales competidores. En la actualidad, existe una notable heterogeneidad en los trámites regionales necesarios para, por ejemplo, llevar a cabo proyectos de inversión. Estas trabas a la unidad de mercado podrían estar limitando no solo la creación de empresas, sino también su posterior capacidad de desarrollo. Asimismo, los indicadores disponibles muestran que la capacidad de mejora en el ámbito regulatorio sería particularmente amplia en algunos sectores, como el comercio minorista o determinados segmentos del transporte o de los servicios profesionales¹⁴.

En el caso concreto de la regulación de los concursos de acreedores y las insolvencias, pese a algunas reformas parciales aprobadas en los últimos años, España presenta un sistema más ineficiente que el de otros países de nuestro entorno¹⁵. Resultaría conveniente, por tanto, abordar una adecuada transposición de la normativa incluida en la directiva europea sobre reestructuración e insolvencia¹⁶, que permitiera establecer procedimientos administrativos ágiles y simplificados para que las empresas deudoras con dificultades financieras tengan acceso a un marco de reestructuración preventiva que les permita continuar con su actividad empresarial cuando aún son viables y aumentar de este modo la eficiencia de los procedimientos de reestructuración, insolvencia y alivio de la carga financiera. Esta reforma resulta particularmente importante en un contexto como el actual, en el que es previsible un aumento de los procesos de insolvencia personal y empresarial tras una perturbación de la magnitud y naturaleza que estamos experimentando. La rapidez en la resolución de estas situaciones resulta esencial para minimizar las pérdidas sociales derivadas del quebranto del valor de los activos por la dilación de los procesos, en particular en un contexto en el que la respuesta de política económica a corto plazo hace que muy previsiblemente la cantidad de pasivos que las empresas en dificultades tengan frente a las AAPP sea muy superior a la de períodos anteriores de crisis. Establecer unos procedimientos e incentivos más adecuados permitirían también evitar niveles subóptimos de liquidación de empresas y de destrucción de tejido productivo que lastren el potencial de recuperación y crecimiento a largo plazo de la economía.

Por otra parte, la ejecución de la regulación tiene también margen de mejora en nuestro país. Por ejemplo, según distintas fuentes de información estadística, el sistema judicial español presenta índices de eficiencia que se sitúan por debajo de los de otros países comparables, mientras que nuestra tasa de litigación es más elevada, lo que pone de

¹⁴ Véase [Indicators of Product Market Regulation](#).

¹⁵ Véase M. García-Posada y R. Vegas (2018), "Bankruptcy reforms in the midst of the Great Recession: The Spanish experience", *International Review of Law and Economics*, 55, pp. 71-95.

¹⁶ Directiva (UE) 2019/1023 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de junio de 2019.

manifiesto la necesidad de identificar los factores que se encuentran detrás de estos desarrollos y corregirlos¹⁷.

Todos estos factores, como parte del marco institucional, son relevantes a la hora de explicar las diferencias de productividad entre países¹⁸. En este sentido, los indicadores cuantitativos que valoran la calidad del marco legal y administrativo en el que interactúan el sector público y el sector privado confirman que España tiene efectivamente un amplio margen de mejora en este ámbito¹⁹.

Mejorar el capital humano

Otro factor crucial para entender la baja productividad de las empresas españolas es el asociado al nivel y calidad del capital humano²⁰. En las últimas décadas, se ha producido una importante mejora en el nivel educativo de la población española, derivada tanto del cambio generacional como de la mayor formación de los jóvenes en los años más recientes.

No obstante, sigue existiendo un déficit significativo respecto al promedio de la Unión Europea (UE), que afecta al nivel educativo promedio tanto de los trabajadores como de los empresarios españoles. Así, según los datos de Eurostat, referidos a 2019, en España el 38,9% de los autónomos, el 35,9% de los empleadores y el 31,1% de los trabajadores por cuenta ajena tienen un nivel de estudios bajo. Estos porcentajes son muy superiores a los que se observan en el conjunto del área del euro (22,2%, 19,0% y 18,8%, respectivamente).

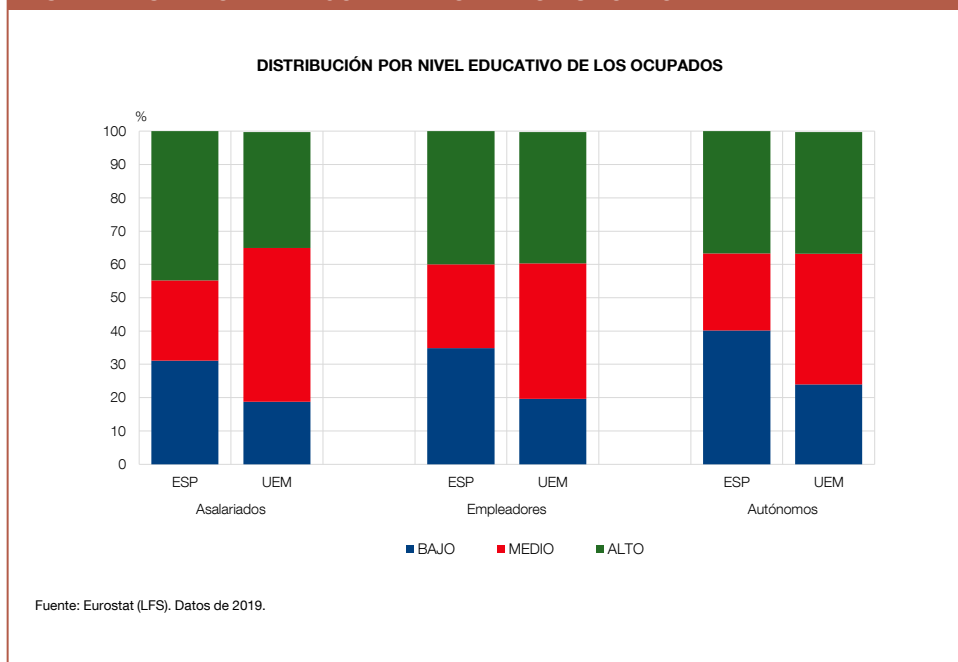
¹⁷ Véase J. S. MoraSanguinetti (2016), «Evidencia reciente sobre los efectos económicos del funcionamiento de la justicia en España», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.

¹⁸ Véanse, por ejemplo, R. E. Hall y C. I. Jones (1999), «Why do some countries produce so much more output per worker than others?», *The Quarterly Journal of Economics*, 114, pp. 83-116, o E. Helpman (ed.) (2008), *Institutions and economic performance*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts..

¹⁹ Por ejemplo, el indicador de calidad de las instituciones públicas elaborado por el World Economic Forum en el marco de su [Global Competitiveness Report 2019](#) sitúa a España en el puesto 13 de los 28 países de la Unión Europea. Este indicador se basa, parcialmente, en un cuestionario a empresas y recoge información sobre los derechos de propiedad y su protección, aspectos éticos y de corrupción, independencia judicial, eficiencia del sector público o seguridad, entre otros. España obtiene resultados similares (puesto 15 de 28 países) en [The Worldwide Governance Indicators](#), del Banco Mundial.

²⁰ Véase F. Schivardi y T. Schmitz (2019), «The IT Revolution and Southern Europe's Two Lost Decades», *Journal of the European Economic Association*, de próxima publicación.

EL NIVEL EDUCATIVO DE EMPRESARIOS, AUTÓNOMOS Y TRABAJADORES EN ESPAÑA ESTÁ POR DEBAJO DEL PROMEDIO EUROPEO



Esta desventaja comparativa se pone también de manifiesto cuando se considera el conjunto de la población adulta. Así, España se sitúa en la última posición entre los países de la OCDE en los indicadores disponibles que miden el razonamiento matemático de la población y en la penúltima posición en los relativos a la comprensión lectora.

Asimismo, en relación con el sistema educativo, persisten retos importantes, como los derivados del elevado abandono escolar (del 18,3% entre 18 y 24 años) a pesar de las mejoras producidas en este ámbito desde la anterior crisis y que han reducido la tasa de actividad de los jóvenes españoles de entre 16 y 19 años del 30% al 15%, en paralelo a un incremento del porcentaje de jóvenes que participan en la educación reglada o en algún curso de formación, reduciendo así el déficit de España en esta materia en comparación con otros países europeos. Nuestro sistema educativo muestra también una brecha negativa en los indicadores de calidad educativa frente a otros países desarrollados.

Estas deficiencias, junto con la necesidad de afrontar los retos formativos que plantean las tendencias de la globalización, el progreso tecnológico y la automatización de tareas, apuntan a la conveniencia de replantearse el diseño institucional del sistema educativo, así como el contenido del currículo y el propio sistema de aprendizaje. En este punto querría subrayar tres aspectos que considero muy relevantes.

En primer lugar, diferentes trabajos de la OCDE han señalado la conveniencia de reducir el contenido del currículo de forma que se favorezca la orientación individualizada y prematura del alumno por parte del profesor, y de focalizar la enseñanza en la aplicación del conocimiento de forma creativa y no en la repetición²¹.

²¹ Véase "OECD Future of Education and Skills 2030", <https://www.oecd.org/education/2030-project/>.

En segundo lugar, en el ámbito universitario, existe un amplio margen de actuación para mejorar la selección del personal docente e investigador, y para vincular la financiación del sistema a objetivos de excelencia²². En este sentido, conviene recordar que en el ranking de universidades a escala mundial, que se construye a partir de variables que miden la calidad y la cantidad de producción científica, España no cuenta con ninguna universidad entre las 100 primeras y únicamente siete centros se sitúan entre las 400 primeras posiciones²³.

Por último, en el ámbito de la formación profesional, sería deseable acercar su diseño al de los países que son referencia en este aspecto, como Alemania. Esto se hace particularmente relevante en un contexto en el que es probable que, en el futuro, se produzca una ampliación de los desajustes existentes entre la demanda y la oferta de habilidades de los trabajadores.

En todo caso, me parece conveniente destacar que la implementación de estas u otras iniciativas similares en esta área debería apoyarse de manera prioritaria en una asignación más eficiente de los recursos disponibles, a partir de un diagnóstico acerca de las necesidades, presentes y futuras, del mercado de trabajo –que requiere del concurso tanto de las autoridades educativas como del mundo empresarial– y de las posibles carencias y obstáculos existentes en el ámbito educativo para satisfacer esas necesidades.

Finalmente, en una cuestión muy ligada a la crisis actual, pero con importantes implicaciones de futuro, conviene destacar que la situación de confinamiento y de suspensión de la educación presencial que hemos vivido en los últimos meses podría suponer un impacto negativo sobre el rendimiento académico de los estudiantes, particularmente en los que residen en hogares de menor renta, para quienes las posibilidades de sustituir el acceso a la educación presencial por otras alternativas son más reducidas. En consecuencia, con miras a fortalecer el crecimiento económico en el largo plazo, un objetivo de las políticas económicas en el futuro inmediato debe ser dotar al sistema educativo de mecanismos que permitan a todos los alumnos adquirir las cualificaciones necesarias, aun en ausencia de educación presencial. Estas actuaciones resultan especialmente urgentes ante la posibilidad de eventuales rebrotes de la pandemia.

Incrementar el capital tecnológico

El capital tecnológico es otro pilar fundamental sobre el que debe descansar cualquier estrategia de crecimiento a medio y largo plazo. El consenso acerca del efecto positivo que las actividades de investigación, desarrollo e innovación (I+D+i) tienen sobre la productividad de las empresas y el bienestar de la ciudadanía es muy amplio²⁴.

Y en esta dimensión, una vez más, la economía española no sale bien parada cuando se compara con otras economías de referencia. Según Eurostat, la proporción de empresas innovadoras en España se situaba en 2016 en el 36,9%, muy lejos de los porcentajes observados en Francia, Italia o Alemania (del 57,7%, 53,8% y 63,7%, respectivamente)²⁵.

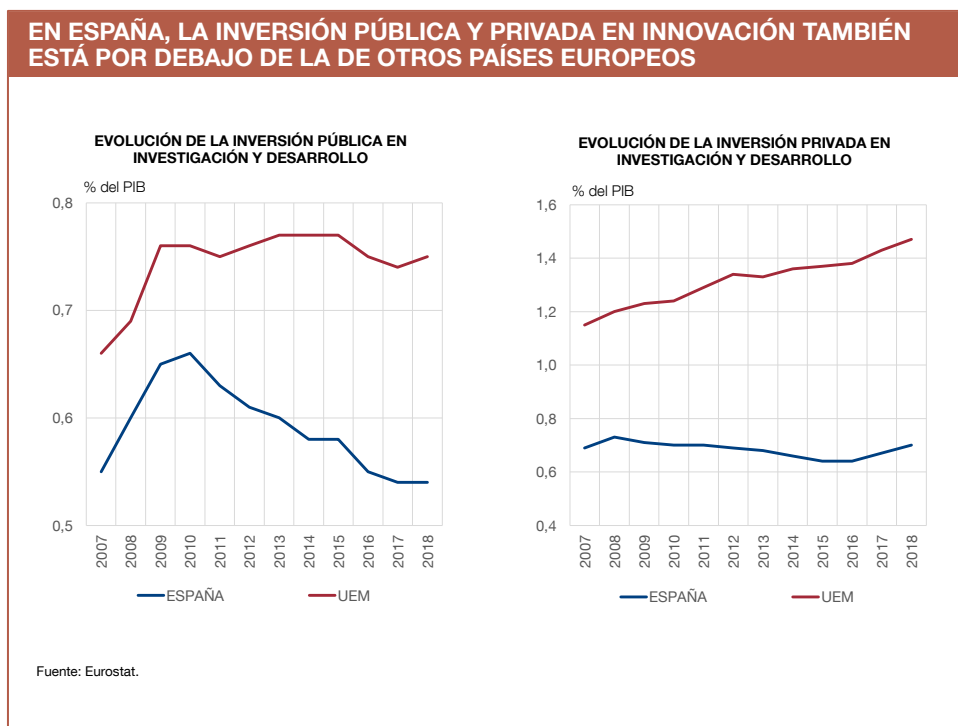
²² Véase OCDE (2019), *Education Policy Outlook: Spain*, OECD Publishing, París.

²³ Véase <http://www.shanghairanking.com/ARWU2019.html>.

²⁴ Véase, por ejemplo, U. Doraszelski y J. Jaumandreu (2013), "R&D and productivity: estimating endogenous productivity", *Review of Economic Studies*, vol. 80, pp. 1338-1383.

²⁵ Véase *Community Innovation Survey 2016*.

De modo análogo, el peso de la inversión en actividades de investigación y desarrollo sobre el PIB español, tanto del sector público como del privado, es un 26% y un 54%, respectivamente, inferior al registrado en el promedio europeo. En particular, los datos de Eurostat señalan que la inversión pública en investigación, desarrollo e innovación en España supone un 0,5% del PIB, por debajo del 0,7% que se invierte en el promedio de la UEM. Por su parte, la inversión en I+D+i del sector privado español se sitúa en el 0,7% del PIB, muy lejos del 1,4% observado en la UEM. Además, cabe destacar que este déficit de la economía española en términos de inversión en I+D+i se ha agravado en los últimos años y que la brecha de capital tecnológico en relación con la UE se ha seguido ampliando durante el último ciclo expansivo.



Esta brecha de capital tecnológico entre España y sus socios europeos se debe, al menos en parte, a algunas características estructurales que limitan la capacidad de innovación de las empresas en nuestro país, como el déficit de capital humano disponible, al que me acabo de referir, o el sesgo de la estructura productiva hacia sectores con bajo contenido tecnológico. Pero, además, un elemento fundamental que requiere especial atención es el acceso a la financiación, tanto pública como privada, de proyectos empresariales con elevado contenido innovador.

La elevada incertidumbre que normalmente rodea a los frutos de la inversión en I+D+i, así como el dilatado horizonte temporal hasta que se produce su materialización, justifica un papel catalizador de las AAPP en su financiación, especialmente en el ámbito de la investigación básica, y máxime teniendo en cuenta los efectos positivos, y potencialmente disruptivos, que determinadas inversiones en estos ámbitos pueden tener sobre el conjunto de la población. Esto es particularmente relevante en un contexto de crisis económica como la actual, dado que la experiencia de crisis anteriores indica que, al igual que sucede con la inversión pública productiva, la inversión en innovación por parte de las empresas suele reducirse significativamente en tiempos de incertidumbre y dificultades financieras, con la

consiguiente repercusión negativa sobre el crecimiento a largo plazo²⁶. Uno de los factores que explican este hecho son las dificultades comparativamente mayores que las empresas innovadoras experimentan en el acceso a la financiación bancaria, dado que tienden a disponer de un menor volumen de activos tangibles que puedan actuar como garantía de sus préstamos.

Las posibles actuaciones públicas en ese ámbito no se reducen, sin embargo, a dotar una mayor partida presupuestaria para la inversión en I+D+i. También sería deseable que se valorasen modificaciones en el sistema de promoción y de carrera investigadora, para favorecer la entrada y el desarrollo de nuevos investigadores con gran potencial. Asimismo, podría considerarse una reestructuración del conjunto de las organizaciones públicas que realizan innovación en España, para tratar de explotar al máximo potenciales sinergias entre ellas y reforzar los mecanismos de asignación de recursos entre centros, a fin de que reflejen, en mayor medida que en la actualidad, criterios de excelencia académica.

4 Reducir el desempleo y la precariedad del empleo

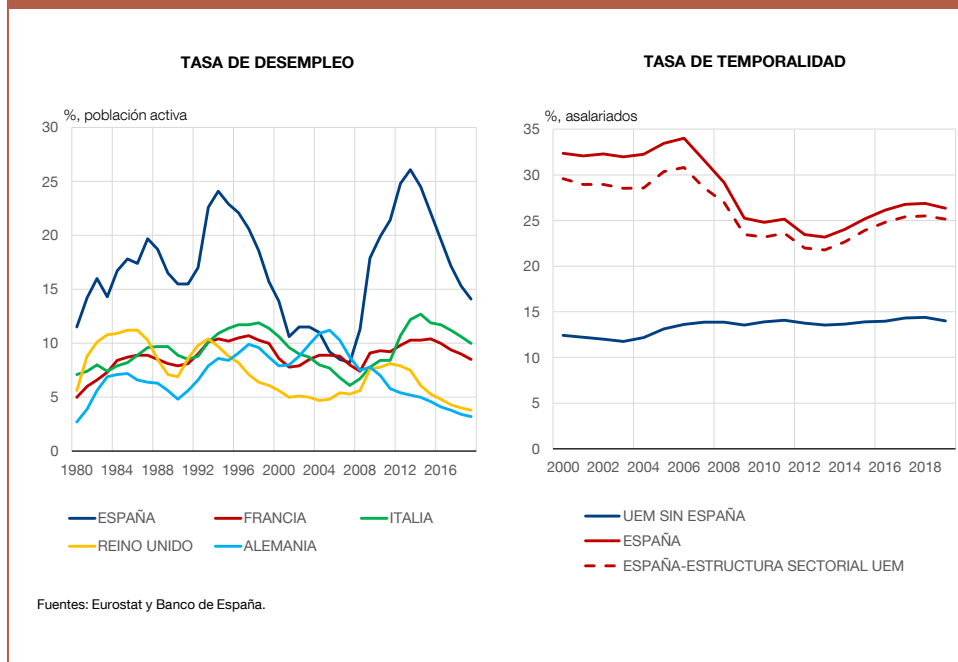
A continuación, querría prestar una especial atención a los desafíos que la economía española debe abordar en el ámbito del mercado de trabajo. Desafíos que, dado el papel central del mercado laboral en cualquier economía, tienen implicaciones muy importantes en otras muchas dimensiones. Así, por ejemplo, la regulación y el funcionamiento de este mercado condicionan de forma evidente el proceso de acumulación de capital humano por parte de los trabajadores y, por esta vía, la propia capacidad de crecimiento de la economía, a la que acabo de referirme. Al mismo tiempo, las dinámicas del mercado laboral tienen una incidencia directa en la evolución de la desigualdad de la renta en la sociedad, aspecto que también abordaré posteriormente.

Pues bien, el mercado de trabajo español ha venido presentando deficiencias de carácter estructural muy acusadas durante décadas. Estas deficiencias se aprecian con mayor nitidez en períodos de crisis como el actual, pero conviene no olvidar que también son responsables, al menos en parte, de que nuestra economía registre, por ejemplo, tasas de desempleo significativamente más elevadas que cualquier país de nuestro entorno, incluso en períodos expansivos.

En efecto, desde 1980, la tasa de paro promedio en España se ha situado en casi el 17%, porcentaje muy superior a los observados en otros países europeos. Pero, además, el desempleo en nuestro país ha presentado históricamente variaciones cíclicas muy acusadas, de forma que, en episodios de crisis, la tasa de paro ha superado con facilidad el 20%. Esto implica que cada recesión desplaza fuera del mercado laboral a amplios colectivos de trabajadores, en especial, a aquellos con menor experiencia laboral, reducida formación y, en general, con contratos temporales y, por tanto, con un menor grado de protección.

²⁶ Véanse P. López-García, J. M. Montero y E. Moral-Benito (2013), "[Business Cycles and Investment in Productivity-Enhancing Activities: Evidence from Spanish Firms](#)", *Industry and Innovation*, 20(7), pp. 611-636, y S. Baker, N. Bloom, S. Davis y S. Terry (2020), "[COVID-induced economic uncertainty and its consequences](#)", *Voxeu*.

LAS DEFICIENCIAS DEL MERCADO LABORAL ESPAÑOL SON RESPONSABLES DE UNA ELEVADA TASA DE PARO Y DE TEMPORALIDAD EN EL EMPLEO



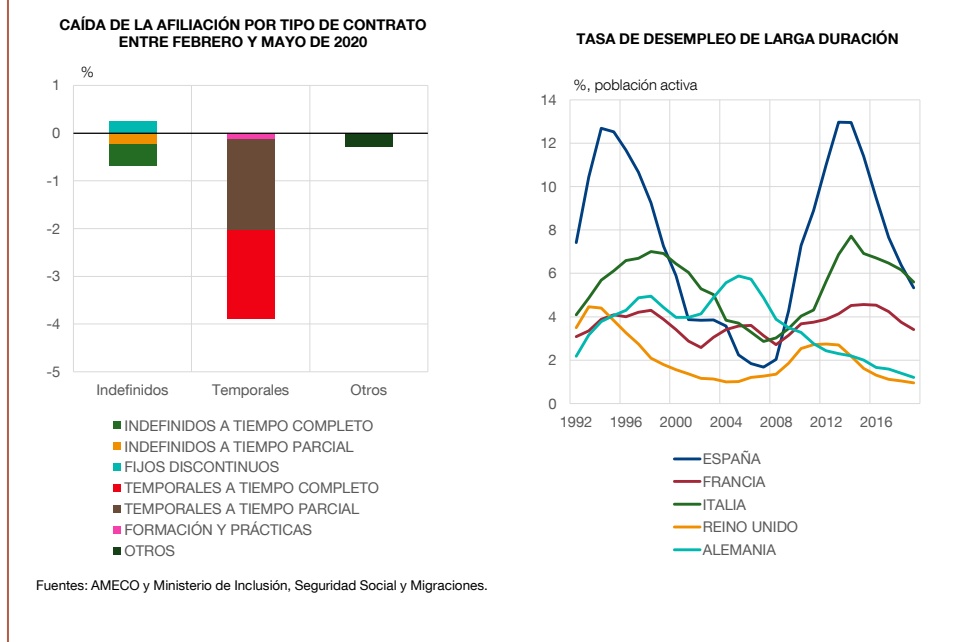
Reducir la temporalidad del empleo

Otro de los aspectos diferenciales del mercado laboral español es su elevada tasa de temporalidad, que, en el promedio de la última década, se ha situado en el 25,2% del empleo total, frente al 13,9% registrado en el resto de países de la UEM. Y aunque en la estructura productiva de nuestra economía destacan ciertos sectores con elevada estacionalidad, como el turismo, esto no explica por sí mismo la brecha observada frente al resto de los países europeos, dado que la mayor temporalidad en España se observa de forma generalizada en todas las ramas de actividad.

Las consecuencias negativas de la elevada temporalidad son diversas. Como ya he mencionado, son precisamente los trabajadores con contrato temporal quienes han venido soportando, de manera desproporcional, los flujos de destrucción de empleo en nuestra economía en las últimas décadas.

Lo mismo sucede en la crisis actual. Según los datos de afiliación a la Seguridad Social, desde mediados de marzo pasado y hasta finales de mayo, en torno a tres cuartas partes de los 750.000 empleos destruidos en nuestro país eran de trabajadores con contrato temporal. De hecho, se ha observado que la caída en el empleo ha sido superior en aquellas provincias con mayor presencia de contratos temporales, incluso después de tener en cuenta sus diferencias en términos de la composición sectorial de la actividad.

LA DESTRUCCIÓN DE EMPLEO RECAE EXCESIVAMENTE SOBRE EL EMPLEO TEMPORAL; TASA DE PARO DE LARGA DURACIÓN MUY ELEVADA



No es difícil concluir, por tanto, que un mecanismo de ajuste del mercado de trabajo español basado en gran medida en la destrucción de empleo temporal en las fases recesivas tiene el efecto perverso de incrementar de forma significativa la desigualdad durante las crisis económicas²⁷.

Pero, además, se ha demostrado que la elevada temporalidad está asociada a efectos persistentes sobre las carreras laborales posteriores. En particular, cuando se compara a los jóvenes, de características similares, que pudieron acceder al mercado laboral español justo antes y después de la liberalización de la contratación temporal que tuvo lugar en 1984, se aprecia que, casi 30 años después, los segundos presentan un 7% menos de ingresos laborales que los primeros, a pesar de haberse incrementado la probabilidad de tener un empleo gracias a este tipo de contrato²⁸.

En cualquier caso, si bien la acusada temporalidad del mercado laboral español muestra sus efectos más perniciosos en épocas de crisis, esta también tiene efectos económicos adversos en las fases expansivas. Por ejemplo, en términos de las decisiones de inversión en capital humano por parte de las empresas y los trabajadores. La evidencia empírica al respecto revela que los trabajadores temporales tienen una menor probabilidad de trabajar en empresas que ofrecen formación y que, aun estando en empresas que la ofrecen, su probabilidad de recibirla es inferior a la de los trabajadores indefinidos de la misma empresa²⁹.

²⁷ Véase S. Bonhomme y L. Hospido (2017), "The Cycle of Earnings Inequality: Evidence from Spanish Social Security Data", *Economic Journal*, 127, pp. 1244-1278.

²⁸ Véase J. I. García-Pérez, I. Marinescu y J. Vall Castelló (2020), "Can Fixed-term Contracts Put Low Skilled Youth on a Better Career Path? Evidence from Spain", *The Economic Journal*, doi:10.1111/eoj.12621.

²⁹ Véase C. Albert, C. García-Serrano y V. Hernanz (2005), "Firm-provided training and temporary contracts", *Spanish Economic Review*, 7, pp. 67-88.

En la medida en que la temporalidad afecta fundamentalmente a los jóvenes, cuya tasa de paro es muy elevada, esta deficiencia del mercado laboral español también condiciona decisiones tan relevantes en el ciclo vital de las personas como las relativas a la formación de nuevos hogares. Se ha documentado, en este sentido, que la elevada temporalidad y el desempleo reducen tanto la formación de nuevos hogares como su tamaño, al incidir negativamente en las decisiones de fertilidad³⁰. Asimismo, se observa que las tasas de emancipación juvenil están negativamente relacionadas con el grado de inseguridad laboral³¹, indudablemente acentuada por la incidencia de la temporalidad.

Por todos estos motivos, reducir la elevada dualidad de nuestro mercado de trabajo es un objetivo ineludible. Los mecanismos de protección al empleo deberían ser revisados bajo el prisma de compatibilizar la necesaria protección de los trabajadores con las necesidades de flexibilidad pero, sobre todo, con el objetivo de alcanzar un reparto más equitativo de la protección entre los trabajadores con diferentes modalidades contractuales. Los mecanismos contractuales que evitan fuertes discontinuidades en el grado de protección del trabajador, en función del tipo de contrato que tenga en cada momento, constituyen, en nuestra opinión, una opción interesante para afrontar esta importante disfuncionalidad de nuestro mercado laboral. Por ello, considero que explorar figuras como la de contratos con costes de despido crecientes puede constituir un buen punto de partida en la discusión sobre el diseño de un nuevo marco regulatorio, que, en ningún caso, debería promover una ampliación de la brecha de protección ya existente entre trabajadores temporales e indefinidos. También merecen atención aquellos modelos mixtos que combinan la posibilidad de acumular por anticipado una parte de los costes de despido en un fondo (a modo del tipo de la “mochila austriaca”), mientras el trabajador mantiene el empleo, con una indemnización en caso de despido de cuantía creciente según la experiencia acumulada.

Mejorar las políticas activas de empleo

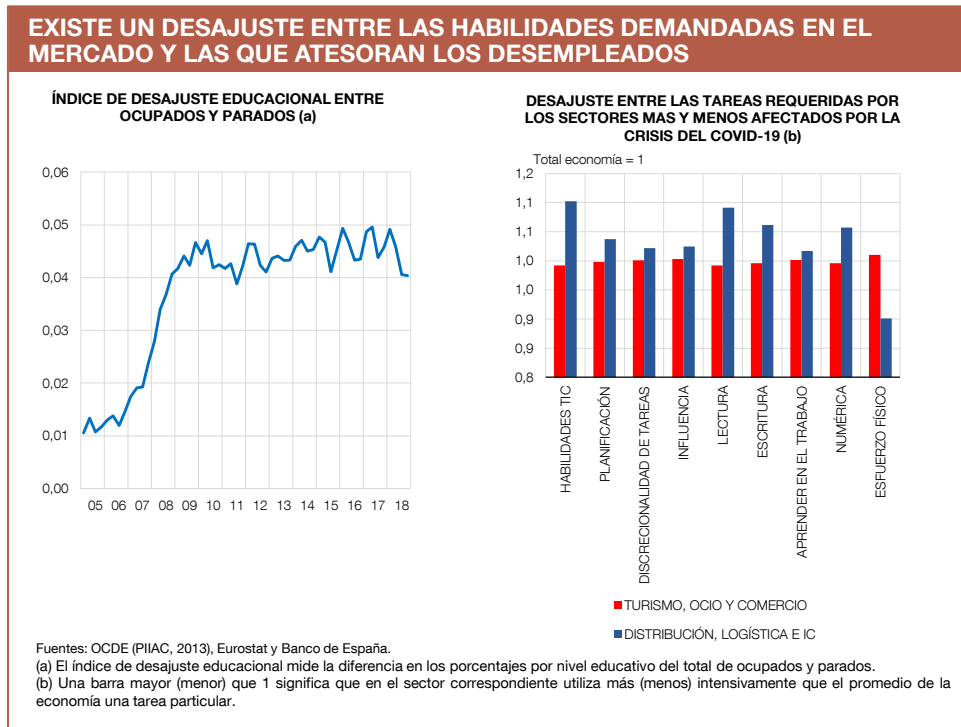
Hay que recordar que, con carácter previo a la actual crisis, no solo que la tasa de desempleo era muy elevada en nuestro país (un 13,8% a finales de 2019) sino que cerca del 43% de los parados llevaba más de un año buscando un puesto de trabajo, y que entorno al 30% lo había hecho durante más de dos años. Esta situación se agravará con la actual crisis, por lo que resulta urgente reforzar el papel de las políticas dirigidas a aumentar la empleabilidad de los trabajadores más vulnerables y a evitar que el desempleo se convierta en estructural.

Debe tenerse en cuenta también que la crisis del Covid-19 está teniendo una incidencia muy heterogénea por ramas de actividad, y no puede descartarse que algunas de estas dinámicas acaben provocando cambios permanentes en la composición sectorial de la economía y, por tanto, en las necesidades de empleo por parte de las distintas ramas productivas. En este sentido, conviene recordar que los sectores que podrían verse más afectados por esta crisis (entre ellos, el transporte, la hostelería y restauración, el ocio y el

³⁰ Véanse Gutiérrez-Doménech (2008), “The impact of the labour market on the timing of marriage and births in Spain”, *Journal of Population Economics*, 21, pp. 83-110, y A. Adsera (2006), “An Economic Analysis of the Gap Between Desired and Actual Fertility: The Case of Spain”, *Review of Economics of the Household*, vol. 4, pp. 75-95.

³¹ Véase S. O. Becker, S. Bentolilla, A. Fernandes y A. Ichino (2008), “Youth Emancipation and Perceived Job Insecurity of Parents and Children”, *Journal of Population Economics*, 23, pp. 1047-1071.

comercio) suponen casi el 20% del empleo de nuestro país. Pero, además, estos sectores muestran una mayor concentración de trabajadores con reducida formación y menos expuestos a la realización de tareas relacionadas con las tecnologías de la información, habilidades numéricas y de escritura y lectura³². Todo ello dificulta la empleabilidad de estos trabajadores en otras ramas productivas que previsiblemente gocen de mejores perspectivas de crecimiento en el futuro próximo.



A modo de ejemplo, cabe mencionar que, tras la crisis de 2008, la limitada empleabilidad de los trabajadores de la construcción en otras ramas alternativas de la actividad tuvo un impacto muy acusado sobre su situación laboral. Así, en 2013, más de la mitad de los trabajadores que habían tenido un empleo en este sector aún permanecían desocupados, y solo un 23% había conseguido un empleo en otra rama de actividad. En ese período, la probabilidad de encontrar un empleo en otro sector fue especialmente reducida para los trabajadores de mayor edad, con mayor experiencia en la empresa y con menor nivel de cualificación.

La mejora de las políticas activas de empleo también es necesaria en un horizonte de medio plazo. Indudablemente, los avances tecnológicos (la inteligencia artificial, la automatización y la robótica) crearán nuevas oportunidades y contribuirán al necesario avance de la productividad, pero algunos trabajadores perderán sus puestos de trabajo en esta transición y no siempre estarán en condiciones de aprovechar de manera instantánea las nuevas oportunidades.

Las políticas activas del mercado laboral y las políticas de formación, convenientemente rediseñadas para potenciar su eficacia y eficiencia, y dotadas con los recursos adecuados, constituyen una palanca natural para garantizar un aprendizaje a lo largo de la carrera

³² Véase B. Anghel, A. Lacuesta y A. Regil, "Transferibilidad de habilidades de los trabajadores en los sectores potencialmente afectados tras el Covid-19," Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020, Banco de España.

profesional que permita a los trabajadores adquirir nuevas competencias, perfeccionarlas y reciclarse profesionalmente ante un entorno cambiante y, previsiblemente, muy exigente en términos de habilidades tecnológicas. Este reto es aún más acuciante en un contexto de envejecimiento poblacional, al que me referiré más adelante.

En términos más concretos, es necesario favorecer la búsqueda activa, la orientación adecuada a los trabajadores, y el despliegue de una formación especializada y específica, cuando se detecten necesidades formativas. Con este objetivo, deben habilitarse mecanismos que permitan un seguimiento y orientación individualizada de los desempleados, basados en técnicas, ya disponibles, de perfilado estadístico de los trabajadores parados y de las vacantes disponibles a escala local.

Mejorar el capital humano del colectivo de desempleados con menor formación es clave para facilitar su reinserción en el mercado laboral. También es conveniente aplicar fórmulas que contrarresten los eventuales recortes en el gasto en formación que las empresas pudieran introducir en el corto plazo en respuesta a sus necesidades de liquidez, dado el impacto negativo que esto tendría sobre la productividad agregada más adelante.

Asimismo, los posibles cambios en la estructura sectorial de la ocupación hacen aconsejable reforzar la formación continua, ya de por sí deseable en el actual contexto de rápido envejecimiento poblacional.

Además, el mayor recurso reciente al teletrabajo en algunas ocupaciones podría no tener un carácter meramente transitorio, como solución de emergencia durante la pandemia, en cuyo caso es preciso que las empresas realicen ciertas inversiones en medios y en conocimientos para asegurar que la productividad de estos trabajadores alcanza su máximo nivel posible.

También sería deseable mantener la viabilidad de celebrar contratos de formación, con la mayor flexibilidad posible, para jóvenes y empresas, así como dedicar recursos al rediseño de la formación profesional, en términos de una combinación óptima entre formación general y experiencia práctica en empresas, con el objetivo de facilitar la transición del sistema educativo al mercado laboral.

Finalmente, es importante revisar el sistema actual de bonificaciones a la contratación y priorizar las dirigidas a los colectivos de mayor edad y con poca formación, y analizar continuamente su efectividad para ajustar sus aspectos menos satisfactorios.

Los mecanismos de ajuste del empleo

Desde el inicio de la actual crisis, al igual que en otros países de nuestro entorno, el recurso a los ERTE ha sido muy intenso, como consecuencia del carácter fundamentalmente transitorio de la perturbación que hemos sufrido y también de las medidas adoptadas para hacer más atractivo su uso a empresas y trabajadores. Esto ha permitido mantener en suspenso un elevado número de relaciones laborales, que deberían reanudarse paulatinamente según se vaya recuperando la actividad económica.

De cara a la fase de recuperación, es importante reconocer que esta será heterogénea por tipo de actividad y compañía, de manera que será necesario mantener algún apoyo, por un tiempo adicional, a determinados sectores y empresas para las que el impacto negativo de la crisis actual puede ser algo más prolongado de lo inicialmente anticipado.

En paralelo, será necesario tener en cuenta los posibles cambios estructurales derivados de la crisis, dado que afrontarlos requerirá de medidas de política económica diferentes. Así, la evidencia basada en episodios recesivos previos, a escala tanto nacional como internacional, ilustra que la efectividad de los ERTE para salvaguardar el empleo se ve reducida una vez que la duración de la crisis se alarga y, en particular, cuando se requieren reestructuraciones a nivel de sector y/o empresa para adaptarse a un nuevo contexto en términos de actividad. En este sentido, resulta importante asegurar el correcto funcionamiento de los diferentes mecanismos de flexibilidad de las empresas disponibles en el actual marco legal. Estas palancas de ajuste interno, convenientemente calibradas a la situación actual, suponen una opción valiosa para salvaguardar la viabilidad de muchas empresas y, por consiguiente, de sus puestos de trabajo³³.

³³ Por ejemplo, algunas experiencias del pasado hacen recomendable preservar el uso de los mecanismos de descuelgue al menos temporal de las condiciones pactadas en la negociación colectiva, especialmente porque, dada la elevada inercia que se aprecia en los procesos de negociación colectiva, esta podría no reflejar adecuadamente las nuevas condiciones económicas tras la pandemia.

5 Afrontar el reto del fenómeno del envejecimiento poblacional

El envejecimiento de la población es, sin lugar a dudas, uno de los mayores desafíos a los que la economía española debe enfrentarse, tanto con una perspectiva de largo como de corto plazo. La extraordinaria envergadura de este reto viene determinada, no solo por la propia magnitud de los cambios demográficos que están en marcha, sino también por las numerosas implicaciones que estos cambios tienen en términos de la capacidad de crecimiento de la economía, del mercado laboral y de la política fiscal, entre otras dimensiones³⁴.

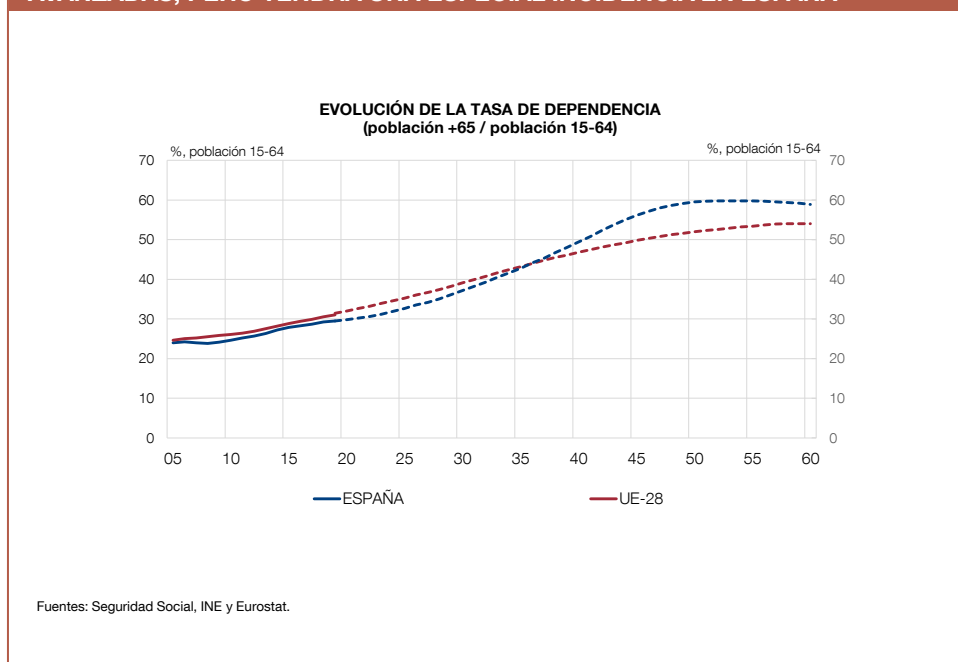
Si bien el cambio demográfico es un reto que afecta a la mayor parte de las economías avanzadas, este tendrá una especial incidencia en nuestro país. Permítanme que ilustre esta observación a partir de la evolución prevista de la tasa de dependencia, que mide la ratio entre la población mayor de 65 años y la población de entre 15 y 64 años.

De acuerdo con los datos de Eurostat, la tasa de dependencia en nuestro país se sitúa en el 29,5% en la actualidad. Esto implica que, a día de hoy, 16 países de la UE tienen una tasa de dependencia más alta que España. De hecho, la tasa del conjunto de la UE, un 31,4%, también está por encima de la española. Sin embargo, las proyecciones de este organismo muestran que, en los próximos 25 años, la tasa de dependencia aumentará en más de 25 pp en nuestro país, hasta el 56,1%. Incluso en las proyecciones demográficas más optimistas disponibles la tasa de dependencia superaría el 50% a mediados del presente siglo. De hecho, España será el país de la UE, según Eurostat, que sufra el mayor incremento en esta tasa; y, en 2045, solo Italia, Grecia y Portugal presentarán una tasa de dependencia mayor que la española (la media europea se situará en el 49,8%)³⁵.

³⁴ Véase: Banco de España (2019), "Consecuencias económicas de los cambios demográficos", *Informe Anual 2018*, capítulo 4.

³⁵ Véanse las proyecciones EUROPOP 2019.

EL CAMBIO DEMOGRÁFICO AFECTA A LA MAYOR PARTE DE LAS ECONOMÍAS AVANZADAS, PERO TENDRÁ UNA ESPECIAL INCIDENCIA EN ESPAÑA



Los factores que explican el envejecimiento poblacional son bien conocidos y no pretendo abordarlos en profundidad en esta intervención. Solo dos breves apuntes que ayudan a entender esta dinámica en nuestro país. España ha contado en los últimos años con una de las esperanzas de vida más altas a escala internacional. Concretamente, según los últimos datos de Eurostat, la esperanza de vida al nacer alcanzó los 83,5 años en 2018, por encima de los 81 años del conjunto de la UE.

Frente a este aspecto, claramente positivo, la tasa de fecundidad en España, de apenas 1,26 hijos por mujer en edad fértil, es muy baja en comparación con la de otros países de nuestro entorno. Llama la atención, además, que nuestra tasa de fecundidad también se sitúe muy lejos de la tasa de fecundidad *deseada* por las mujeres en edad fértil (de 1,96 hijos por mujer)³⁶.

Este hecho invita a hacer una reflexión, por ejemplo, sobre la conveniencia de introducir medidas que favorezcan la conciliación, incrementen el apoyo a las familias, y aumenten las oportunidades en el mercado laboral, especialmente las de las mujeres jóvenes con hijos ya que son ellas las que con frecuencia resultan más afectadas económicamente por la decisión de ser madres. De hecho, de acuerdo con la evidencia disponible, una parte significativa de las diferencias salariales de género se originan en el momento de la maternidad y no se corrigen totalmente con posterioridad³⁷. Adicionalmente, deberían revisarse periódicamente las restricciones asociadas a la política migratoria para tratar de acompasarlas a las necesidades del mercado de trabajo.

Como ya he mencionado, el envejecimiento de la población tiene implicaciones en multitud de ámbitos socioeconómicos. En particular, existe una amplia fundamentación teórica y

³⁶ Véase Encuesta de Fecundidad 2018 del INE.

³⁷ Véase L. de Quinto, C. Sanz y L. Hospido, *The Child Penalty in Spain*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.

evidencia empírica que documentan la forma en que los cambios demográficos que están en marcha afectarán al consumo (y a su composición), a la inversión, al empleo, a la productividad, a la capacidad de crecimiento de la economía, e incluso a la determinación de salarios y precios. Estos cambios, que fueron objeto de un análisis detallado en el *Informe Anual* del Banco de España del año pasado³⁸, también condicionarán la eficacia de la política monetaria y, en el ámbito fiscal, afectarán tanto al nivel como a la composición de los gastos e ingresos públicos.

Ante la imposibilidad de abarcar todas estas implicaciones en esta comparecencia, permítanme que me concentre en las dos dimensiones que considero más relevantes para el propósito de esta Comisión: los efectos del envejecimiento en las cuentas públicas y en el crecimiento potencial de la economía.

Tanto los ingresos como los gastos públicos se verán extraordinariamente afectados en los próximos años como consecuencia del proceso de envejecimiento poblacional, un aspecto que cualquier política presupuestaria y estrategia de consolidación fiscal a medio plazo debe tener muy presente.

Por lo que respecta a los ingresos públicos, resulta claro que las decisiones de consumo, de ahorro y de inversión de los hogares varían sensiblemente a lo largo de su ciclo vital. De igual manera, se aprecian diferencias muy significativas en el nivel y en la composición de la renta y la riqueza de los individuos en función de su edad. Todo ello sugiere que, en un contexto en el que nuestra estructura demográfica va a experimentar cambios profundos, la composición de las bases fiscales y, por lo tanto, la capacidad recaudatoria del sistema impositivo actual también se verán potencialmente muy afectadas.

En particular, el rendimiento de los activos acumulados previamente a través del ahorro suele suponer una mayor proporción de la renta en los hogares de más edad que en los hogares más jóvenes, cuyas rentas laborales tienen un mayor peso relativo. Puesto que para muchos activos la fiscalidad del ahorro se sitúa por debajo de la fiscalidad del trabajo, este aspecto incidiría en una menor recaudación agregada como consecuencia del proceso de envejecimiento poblacional. Además, en la medida en que los ingresos de los hogares normalmente experimentan una caída al alcanzar la jubilación, la progresividad del IRPF también implicaría unos menores ingresos fiscales³⁹.

Por el lado de los gastos públicos, el incremento de la longevidad y el inminente comienzo del proceso de jubilación del grueso de las cohortes de población que nacieron a partir de finales de los años cincuenta del siglo pasado (la generación del *baby boom*) supondrán una notable presión al alza sobre las cuentas públicas.

De acuerdo con los últimos datos publicados por Eurostat, correspondientes a 2018, el gasto en sanidad y protección social en España, que incluye las transferencias asociadas a la jubilación, supervivencia e incapacidad, entre otras, alcanzó el 22,9% del PIB. Sin duda, el peso de estas partidas en el PIB se incrementará en los próximos años. Así, por ejemplo,

³⁸ Véase Banco de España (2019), "Consecuencias económicas de los cambios demográficos", capítulo 4, *Informe Anual 2018*.

³⁹ Véase R. Ramos (2019), "Los retos del envejecimiento para los ingresos públicos: la composición de las bases fiscales", *Revista Actuarios*, n.º 44, primavera, pp. 36-39.

el informe sobre envejecimiento de la Comisión Europea proyecta que el gasto sanitario y de cuidados de larga duración será, en 2050, casi 2 pp del PIB superior al registrado en 2016⁴⁰.

Afrontar la reforma del sistema de pensiones

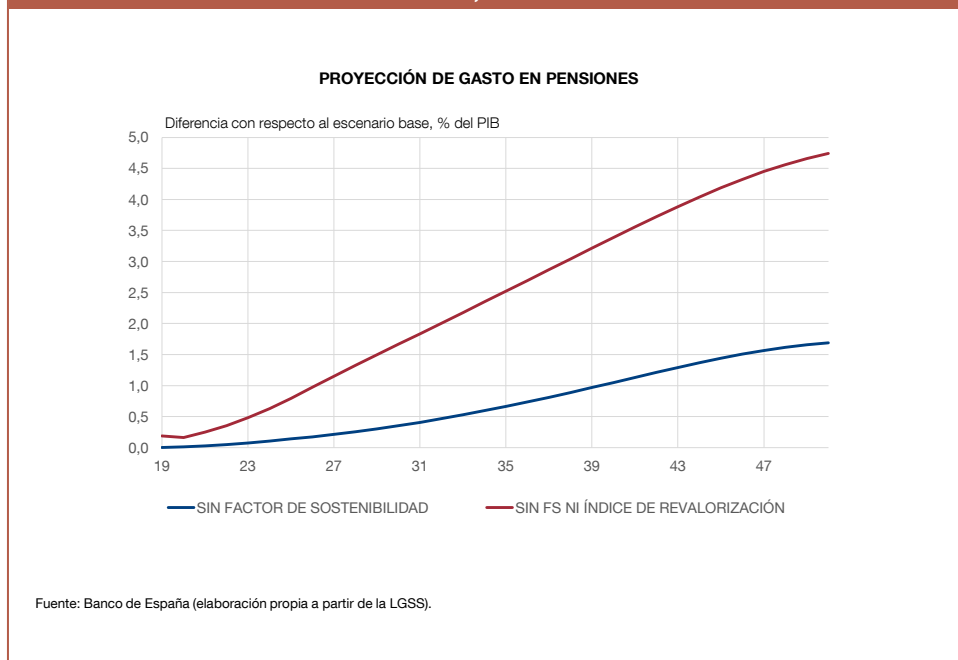
En materia de pensiones, la reforma aprobada en 2013 incluía la aplicación de un factor de sostenibilidad, que vinculaba la pensión inicial al incremento de la esperanza de vida, y de un índice de revalorización anual de las pensiones, que ligaba su incremento al equilibrio entre los ingresos y los gastos del sistema. Estos mecanismos permitían, en contextos macroeconómicos favorables, reducir de forma gradual el déficit del sistema y contrarrestar de forma significativa el efecto sobre el gasto en pensiones del incremento esperado de la tasa de dependencia en el largo plazo. Sin embargo, en ausencia de aumentos adicionales de los ingresos, el ajuste se produciría principalmente a través de una disminución de la tasa de sustitución de las pensiones públicas, cuyo descenso podría alcanzar los 20 pp entre 2013 y 2060⁴¹.

Las últimas medidas adoptadas en esta materia han suspendido parcialmente la aplicación de estos mecanismos, con el retraso de la aplicación del factor de sostenibilidad hasta 2023 y con la vuelta a un sistema de revalorización anual de las pensiones en línea con el IPC. En este contexto, para reforzar la sostenibilidad financiera del sistema público de pensiones serán precisas medidas adicionales. El debate que necesariamente se tiene que plantear en este ámbito debería abordar qué nivel de prestaciones debe proveer el sistema público de pensiones y asegurar la movilización de los recursos suficientes para sufragarlas. En la medida en que una mayor necesidad de recursos puede suponer un aumento de las cargas soportadas por las generaciones más jóvenes, presentes y futuras, este debate debería tener en cuenta no solo a las cohortes más cercanas a la edad de jubilación, sino también a las más jóvenes, estableciendo unos parámetros básicos de equidad intergeneracional.

⁴⁰ Véase European Commission (2018), *The 2018 Ageing Report. Economic & Budgetary Projections for the 28 EU Member States (2016-2070)*, Institutional Paper 079, mayo.

⁴¹ Véanse R. Ramos (2014), «El nuevo factor de revalorización y sostenibilidad del sistema de pensiones español», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España, y P. Hernández de Cos, J. F. Jimeno y R. Ramos (2017), *El sistema público de pensiones en España: situación actual, retos y alternativas de reforma*, Documentos Ocasionales, n.º 1701, Banco de España.

EL ENVEJECIMIENTO DE LA POBLACIÓN SUPONDRÁ UNA GRAN PRESIÓN AL ALZA SOBRE LOS GASTOS PÚBLICOS, ESPECIALMENTE EN PENSIONES



Entre las distintas medidas que podrían adoptarse, sería conveniente aumentar la transparencia sobre el funcionamiento del sistema, y reforzar el vínculo entre las contribuciones realizadas y las prestaciones recibidas, siempre asegurando un nivel de suficiencia para aquellos hogares con recursos más limitados. También sería deseable la introducción de nuevos incentivos que favorezcan un mayor alineamiento entre la edad de jubilación efectiva y la referencia legal.

Asimismo, el establecimiento de mecanismos automáticos de ajuste ayuda a estabilizar el sistema adaptándolo a los cambios demográficos y económicos. En este sentido, precisamente para garantizar la sostenibilidad del sistema, varios países de la UE, como Alemania, Suecia o Italia, ya han establecido un vínculo entre el nivel de las prestaciones o la edad de jubilación y la esperanza de vida.

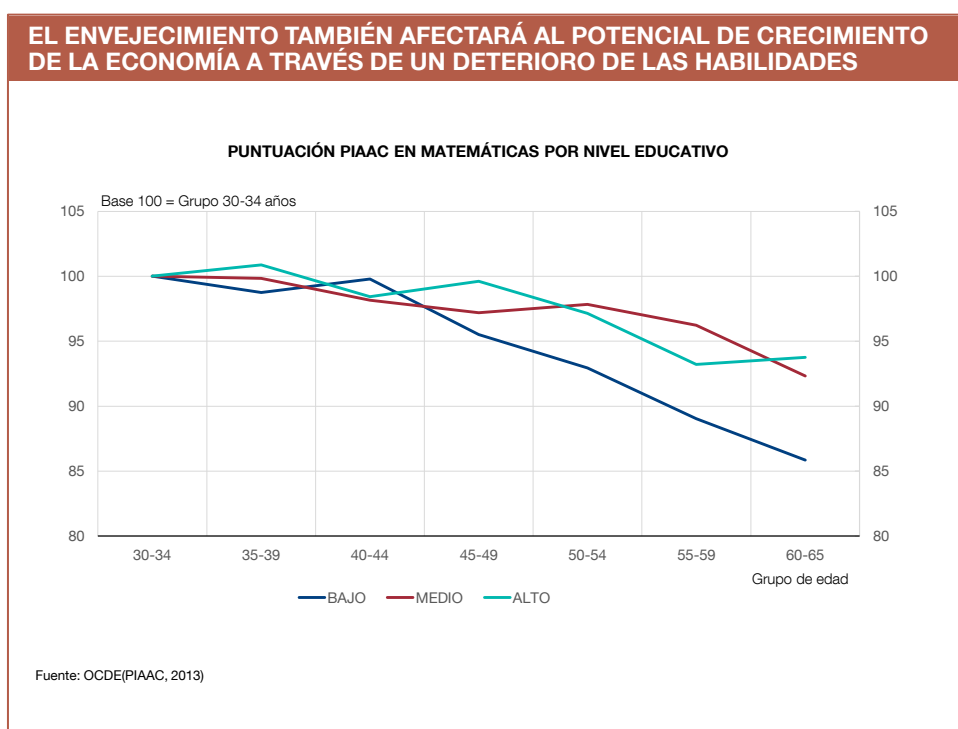
Existe margen, asimismo, para una reflexión sosegada sobre el papel que deberían desempeñar los mecanismos de ahorro privado complementarios, cuyo desarrollo en España es muy limitado en comparación con otras economías del norte de Europa y que podrían ayudar a complementar el instrumento público⁴².

Antes de terminar este apartado, querría mencionar los retos que el envejecimiento de la población también plantea en términos del crecimiento potencial de la economía, a través de su impacto sobre el mercado laboral y la productividad de los trabajadores.

En este sentido, conviene resaltar que la tasa de participación en el mercado laboral varía sensiblemente en función de la edad, de modo que esta tiende a caer para edades cercanas a la de jubilación. Parte de este hecho se explica porque las habilidades físicas y cognitivas

⁴² Véase OCDE (2019), *Pensions at a Glance 2019: OECD and G20 Indicators*, OECD Publishing, París.

de las personas se deterioran a lo largo del tiempo, lo que implica una merma de su productividad y una dificultad añadida a la hora de desempeñar determinados empleos⁴³.



Pues bien, en un contexto en el que nuestra población está envejeciendo y, al mismo tiempo, se está produciendo un proceso de cambio tecnológico muy intenso, que exige cada vez mayores competencias numéricas, habilidades en el uso de datos y la adopción de las tecnologías digitales, debemos evitar que segmentos importantes de nuestra población activa se queden rezagados. Si no lo conseguimos, indudablemente, nuestra capacidad de crecimiento se verá deteriorada, no solo en el medio plazo sino también en el corto, y dificultará la sostenibilidad del sistema de pensiones.

Por este motivo, es fundamental insistir en la necesidad de potenciar las inversiones en innovación, pero también en educación y en formación continua en el trabajo. En términos de condiciones laborales, el impulso del teletrabajo puede desempeñar también un papel relevante en relación con esta cuestión, dado que esta opción, según la evidencia disponible, es percibida como más atractiva y se utiliza con más frecuencia precisamente por los trabajadores de mayor edad⁴⁴. También sería deseable replantear las condiciones laborales de forma que se favorezcan las transiciones entre ocupaciones a lo largo de la carrera profesional de los trabajadores, pues se ha demostrado que estas ayudan a incrementar la productividad y permiten extender la permanencia en el mercado de trabajo.

No querría terminar este apartado sin mencionar, también, las oportunidades que el reto demográfico ofrece para el desarrollo de algunos sectores en el medio plazo, entre los que

⁴³ Véase B. Anghel y A. Lacuesta (2020), "Envejecimiento, productividad y situación laboral", Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2020, Banco de España.

⁴⁴ Véanse, por ejemplo, P. Hudomiet, M. D. Hurd, A. Parker y S. Rohwedder (2019), *The effects of job characteristics on retirement*, NBER Working Paper 26332; Office of National Statistics (2019), *Coronavirus and homeworking in the UK labour market*, e INE (2020), *El teletrabajo en España y la UE antes del COVID-19*.

cabe destacar el sector de la salud, el ocio, el turismo, el inmobiliario y el financiero. España cuenta con una situación de partida privilegiada para competir en la provisión de servicios destinados a la población en tramos de edad avanzados —lo que se ha denominado la “*silver economy*”⁴⁵—, tanto por nuestras especiales condiciones geográficas y culturales, como por el patrón de especialización sectorial que hemos desarrollado en los últimos años. Aprovechar las nuevas oportunidades que se nos plantean exigirá ser ágiles, en lo que se refiere tanto al sector público como al sector privado, y perseguir continuas mejoras de calidad y eficiencia en la provisión de los bienes y servicios que una sociedad más envejecida demanda.

6 Reforzar las políticas de inclusión

Paso a abordar ahora el reto que supone el incremento observado de la desigualdad para la economía española, desafío que también es compartido por otras muchas economías de nuestro entorno. Como bien saben Señorías, el grado de desigualdad en una sociedad puede valorarse a través de diversas dimensiones; por ejemplo, en términos de oportunidades, de salarios, de rentas, de consumo, o de riqueza.

En algunas de estas dimensiones, un cierto grado de desigualdad puede ser considerado inherentemente natural al correcto funcionamiento de una economía de mercado, en la medida en que refleje, por ejemplo, diferencias en la productividad de los trabajadores, o distintas preferencias por el trabajo frente al ocio, o por el ahorro frente al consumo a lo largo del ciclo vital de las personas. Sin embargo, existe evidencia de que un nivel de desigualdad excesivamente elevado puede incidir negativamente, no solo en el grado de cohesión social, sino también en las decisiones de gasto, inversión y acumulación de capital humano de los agentes. En otras palabras, una desigualdad excesiva supone, con frecuencia, un lastre al crecimiento económico y a su sostenibilidad⁴⁶.

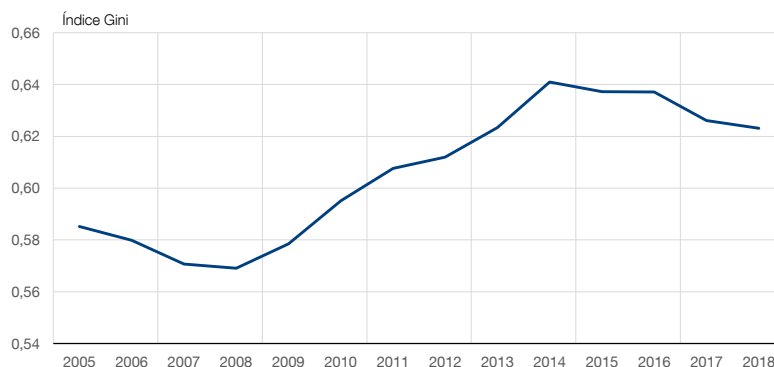
La crisis financiera global dio lugar a un aumento significativo de la desigualdad de la renta salarial en España entre 2008 y 2014. Desde entonces, en un contexto de crecimiento económico robusto e ininterrumpido hasta la irrupción de la pandemia, que permitió la creación de casi tres millones de puestos de trabajo entre 2014 y 2019, y una notable reducción de la tasa de paro, la desigualdad de la renta en España se ha reducido. No obstante, el nivel de desigualdad con el que enfrentamos la crisis del Covid-19 se encuentra por encima del que se registraba a finales del anterior ciclo expansivo previo a la crisis de 2008.

⁴⁵ Véase Comisión Europea (2018), “The Silver Economy”, informe elaborado por Technopolis y Oxford Economics para la Directorate-General of Communications Networks, Content & Technology de la Comisión Europea.

⁴⁶ Véase A. V. Banerjee y E. Duflo (2003), “[Inequality and Growth: What Can the Data Say?](#)”, *Journal of Economic Growth*, 8, pp. 267-299.

ESPAÑA ENFRENTA LA CRISIS ACTUAL CON UN NIVEL MAYOR DE DESIGUALDAD QUE AL FINAL DEL ANTERIOR CICLO EXPANSIVO (2007)

ÍNDICE GINI DE LA RENTA SALARIAL TOTAL DEL HOGAR



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística (Encuesta de Condiciones de Vida) y Banco de España.

En particular, en 2018, el nivel de renta de algunos colectivos en la parte baja de la distribución salarial, como los jóvenes menores de 35 años, aún se encontraba un 20% por debajo de su nivel de 2007. Esto ha sido consecuencia, fundamentalmente, de la reducción en la duración media de sus contratos temporales, excesivamente frecuentes en este colectivo, y del aumento en el grado de parcialidad, en muchos casos involuntaria⁴⁷.

En términos de riqueza, la desigualdad ha aumentado en nuestro país incluso después de 2014, en parte debido al cambio en el patrón de ahorro de los hogares jóvenes. En efecto, la última ola de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF), de 2017, que elabora regularmente el Banco de España, muestra que, durante estos últimos años, un porcentaje elevado de jóvenes sigue viviendo en casa de sus padres y, quienes decidieron emanciparse, lo hacen mayoritariamente a través del alquiler (en parte, por las dificultades de acceso a una vivienda en propiedad), lo que ha condicionado su perfil de acumulación de riqueza⁴⁸.

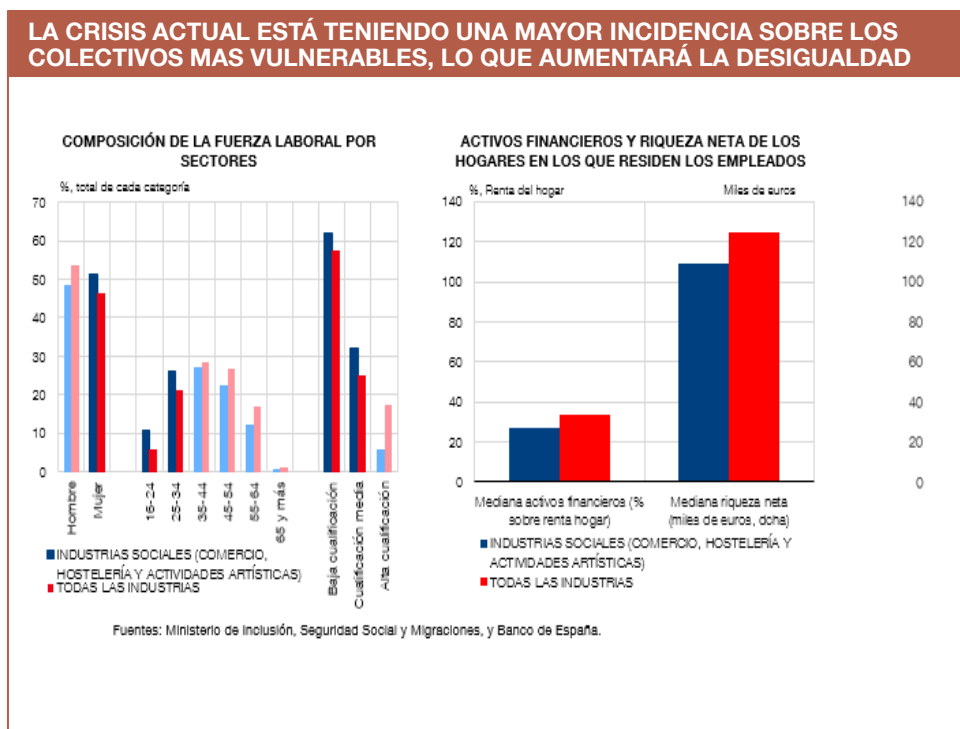
Todo apunta a que la crisis del Covid-19 supondrá un deterioro adicional en los niveles de desigualdad en nuestro país. En particular, la evidencia internacional más reciente indica que las rentas laborales que se han visto más afectadas por las medidas de confinamiento adoptadas en la mayoría de los países afectados por la pandemia han sido las de los colectivos que partían de una situación más vulnerable, como las mujeres, los jóvenes o los grupos sociales con bajo nivel educativo. Esto sería la consecuencia de que el

⁴⁷ S. Puente y A. Regil (2020), "Tendencias laborales intergeneracionales en España en las últimas décadas", Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020, Banco de España.

⁴⁸ El porcentaje de hogares con cabeza de familia menor de 35 años que disponía de una vivienda en propiedad ha caído en 8 pp entre 2014 y 2017. Véase Banco de España (2019), "Encuesta financiera de las familias 2017: Métodos, resultados y cambios desde 2014", Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2019, Banco de España. Para más detalles de la evolución del mercado inmobiliario, véase también Dirección General de Economía y Estadística (2020), *El mercado de la vivienda en España entre 2014 y 2019*, Documentos Ocasionales, n.º 2013, Banco de España.

confinamiento ha afectado más a aquellos trabajadores que requieren de presencia física para realizar sus tareas y a quienes trabajan en ocupaciones con mayores niveles de contacto entre personas. Y son, precisamente, los trabajadores ocupados en este tipo de empleos los que tienen, en media, menores niveles educativos, menores salarios y un mayor grado de precariedad laboral⁴⁹.

España no es ajena a esta caracterización y, como señalan algunos trabajos analíticos del propio Banco de España, entre la población ocupada en los sectores más afectados por las medidas de distanciamiento social hay una mayor proporción de mujeres, de jóvenes y de colectivos con menor formación⁵⁰. Los efectos de esta crisis sobre la capacidad de mantener un nivel de calidad educativa suficiente, que serían heterogéneos entre alumnos en función de su capacidad de acceso a la tecnología, podrían generar, además, efectos sobre la desigualdad persistentes en el tiempo.



En cuanto al grado de vulnerabilidad de estos trabajadores, querría remarcar dos aspectos muy relevantes que se deducen del análisis de la EFF del Banco de España. En primer lugar, que, para un 50% de los trabajadores empleados en las denominadas “industrias sociales” (aquellas que han sido más afectadas por las medidas de confinamiento), los ahorros del hogar son inferiores a 3,3 meses de su renta total⁵¹. Esto da una sensación del impacto que

⁴⁹ Véase S. Mongey, L. Pilossoph y A. Weinberg (2020), *Which workers bear the burden of social distancing policies?*, NBER working paper n.º 27085 para EEUU. Para los Países Bajos, véase H. M. von Gaudacker, R. Holler, L. Janys, B. Siflinger y C. Zimpelmann (2020), *Labor supply in the early stages of the COVID-19 pandemic: empirical evidence on hours, home office, and expectations*, IZA DP n.º 13158; para Alemania, véase J. V. Alipour, O. Falck y S. Schuller (2020), *Germany’s capacities to work from home*, IZA DP No. 13152 y para Reino Unido véase Adams-Prassl, A., T. Boneva, M. Golin y C. Rauh (2020), *Inequality in the impact of the coronavirus shock: evidence from real time surveys*, IZA DP n.º 13183, y B. Bell, N. Bloom, J. Blundell y L. Pistaferri (2020), *Prepare for Large Wage Cuts if you are Younger*, VoxEU.

⁵⁰ Véase B. Anghel, A. Lacuesta y A. V. Regil (2020), *Transferibilidad de habilidades de los trabajadores en los sectores potencialmente afectados tras el Covid-19*, Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020, Banco de España.

⁵¹ Véase P. Alvargonzález, M. Pidkuyko y E. Villanueva (2020), *La situación financiera de los trabajadores afectados por la pandemia: un análisis con la Encuesta Financiera de las Familias*, Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, de próxima publicación.

tendría, sobre las condiciones de vida y sobre la demanda de estos hogares, una destrucción persistente de empleo en estos sectores.

En segundo lugar, en un tono algo más positivo, la EFF apunta a que, en esta crisis, las familias podrían amortiguar el impacto sobre los trabajadores más afectados en mayor medida que durante la crisis pasada. En particular, se observa que, en la crisis de 2008, la renta del trabajo del 50% de los trabajadores en el sector de la construcción (los más afectados por aquella crisis) constituía el sustento principal del hogar (es decir, estos trabajadores aportaban al menos el 50% de la renta del hogar). Sin embargo, en esta crisis, tan solo un tercio de los trabajadores empleados en las industrias con un fuerte componente de interacción social supone el sustento principal del hogar. Esto es así, fundamentalmente, porque los sectores sociales emplean a muchos trabajadores jóvenes, que aún no se ha emancipado, y a muchas mujeres, que, de acuerdo con esa evidencia, no constituyen la principal fuente de ingresos de su hogar.

Las medidas de protección del empleo y de apoyo a las rentas de los hogares aprobadas en respuesta a esta crisis contribuirán a reducir la vulnerabilidad de los hogares más afectados⁵². En la medida en que algunos de los efectos adversos de esta crisis se extiendan en el tiempo, parece apropiado mantener durante un horizonte más amplio que el inicialmente previsto algunas de estas medidas de apoyo al empleo y a las rentas de los hogares más vulnerables. No obstante, a la hora de implementar una eventual extensión de estas actuaciones es fundamental que se mantengan tanto el carácter focalizado de estas como su carácter temporal. En este sentido, debería evitarse que estas medidas de apoyo acaben retrasando de forma ineficiente los ajustes estructurales que deban producirse en algunos sectores o empresas (por ejemplo, en el caso de los ERTE) o distorsionando permanentemente las decisiones de participación en el mercado laboral de algunos colectivos (por ejemplo, en el caso de algunos subsidios).

Asimismo, debe enfatizarse que muchas de las medidas estructurales mencionadas con anterioridad en relación, por ejemplo, con la necesidad de mejorar la dinámica de la productividad, de reducir el desempleo o la precariedad del empleo, son fundamentales también para reducir las desigualdades en nuestro país.

⁵² Las principales medidas aprobadas están recogidas en cuatro reales decretos-leyes (RDL 7/2020, RDL 8/2020, RDL 11/2020 y RDL 15/2020), aprobados entre el 12 de marzo y el 21 de abril. Entre estas actuaciones, destaca la flexibilización de los expedientes de suspensión temporal de empleo y reducción de jornada, y la exoneración de las correspondientes cuotas empresariales a la Seguridad Social (del 100% en el caso de las pymes y del 75% para el resto de las empresas). También cabe mencionar el establecimiento de un subsidio extraordinario de desempleo para diversos colectivos, como los trabajadores temporales sin suficiente período cotizado previo o los empleados del servicio doméstico; la flexibilización de las condiciones para el cobro de la prestación por cese de actividad en el caso de los trabajadores autónomos, eliminando requisitos para su acceso; y el incremento de la protección por desempleo de los trabajadores fijos discontinuos, ampliando la cobertura de la prestación a aquellos que no se hayan podido incorporar a su puesto de trabajo y no tuvieran derechos de prestación. Además, en el caso de los hogares más vulnerables, se han garantizado los suministros esenciales, y se han establecido distintas moratorias en el pago de alquileres, hipotecas y préstamos sin garantía hipotecaria.

Completar un diseño y aplicación adecuados del ingreso mínimo vital

En el mismo sentido, el recientemente aprobado ingreso mínimo vital (IMV) a escala estatal podría contribuir, en coordinación con las políticas autonómicas preexistentes, a reducir el nivel de pobreza extrema de colectivos con especiales dificultades de inserción en el mercado laboral. Para ello, como con cualquier otra actuación de política económica, resultará fundamental cómo se aplique en la práctica esta medida, que tendrá que venir acompañada de un seguimiento continuo y riguroso de su funcionamiento, de su coste y del grado de consecución de los objetivos perseguidos.

En particular, una vez que se conozca el desarrollo reglamentario de esta medida será importante poder evaluar cómo este instrumento puede solaparse o complementarse con otras ayudas ya dispuestas a nivel central, regional y local, a efectos de asegurar la eficiencia del uso de los recursos públicos en el conjunto de las administraciones. También, si los requisitos de elegibilidad establecidos en el diseño actual son eficaces para que la ayuda alcance a los colectivos verdaderamente más vulnerables, o si, por el contrario, fuese necesario recalibrar criterios de acceso para proporcionar una imagen más fiel del verdadero grado de necesidad de los beneficiarios, como en el caso de los umbrales al patrimonio, que posiblemente deberían incluir algún tipo de requisito de información acerca del nivel de endeudamiento del solicitante.

Además, conviene vigilar estrechamente la posibilidad de que este instrumento, al ser una transferencia permanente, pueda acabar originando algunos efectos indeseados, por ejemplo, en términos de la capacidad futura de los beneficiarios de generar ingresos laborales. Para mitigar este efecto indeseado, el diseño del IMV permite el mantenimiento temporal de al menos una parte de la cuantía subsidiada una vez que el beneficiario encuentra trabajo. De cara al futuro, será necesario evaluar con precisión si esta medida cumple sus objetivos. Otro posible efecto indeseado que merecerá un seguimiento y control especial es el relativo a la posibilidad de que, en algunos casos, esta medida provoque un desplazamiento de algunas actividades económicas a sectores informales.

Al mismo tiempo, es importante reconocer que el IMV no está diseñado como un estabilizador automático que amortigüe con carácter general las perturbaciones negativas de renta de los hogares. Así, por ejemplo, en situaciones de crisis como la actual, es probable que haya colectivos afectados muy negativamente por la pandemia pero que no satisfagan las condiciones de acceso a esta medida, por lo que el sostenimiento extraordinario de las rentas en la situación actual deberá seguir descansando en las prestaciones por desempleo y medidas *ad hoc*, que, en cualquier caso, deberán proporcionar los incentivos adecuados para su compatibilidad con la participación en el mercado de trabajo.

Reforzar las políticas de acceso a la vivienda

Una cuestión adicional es la relativa al endurecimiento de las condiciones de acceso al mercado de la vivienda observado en los últimos años, en particular por lo que respecta al mercado del alquiler. Este fenómeno tiene una especial incidencia en colectivos vulnerables, como los jóvenes, y puede influir negativamente en algunos aspectos tan relevantes como el ritmo de creación de nuevos hogares, la tasa de fertilidad o las

decisiones de movilidad geográfica. De nuevo, algunas de las deficiencias ya referidas del mercado laboral español habrían influido en esta dinámica observada en el mercado de la vivienda, a la que también habría contribuido el aumento muy significativo que se ha producido en el precio del alquiler en los últimos años, y que ha sido particularmente elevado en determinadas ciudades y regiones, que experimentaron fuertes incrementos de la demanda⁵³.

Los problemas de accesibilidad a la vivienda de alquiler por parte de ciertos colectivos son un fenómeno de naturaleza global que se observa, especialmente, en buena parte de las áreas metropolitanas de las economías avanzadas. En este contexto, la experiencia internacional relativa a las políticas públicas en el mercado del alquiler de vivienda puede proporcionar enseñanzas útiles sobre el diseño de este tipo de intervenciones, sus posibles efectos no deseados y la necesidad de evaluar su interacción con otras políticas en el ámbito laboral o fiscal⁵⁴.

En particular, las experiencias de otros países de nuestro entorno en esta materia muestran que las políticas dirigidas a incrementar la oferta de vivienda en alquiler son, en general, las más efectivas para abordar los problemas de accesibilidad actuales, puesto que estos derivan, en gran medida, de la brecha existente entre una creciente demanda de vivienda en alquiler y una oferta insuficiente. En algunos países, las autoridades públicas han impulsado la oferta disponible de inmuebles en alquiler, en ocasiones, de manera directa y, en otras, por medio de mecanismos basados en incentivos y esquemas de colaboración público-privada. En relación con la provisión pública directa, la complejidad en su implementación y el elevado coste presupuestario que supone la creación de un amplio parque público de viviendas explican el retroceso de esta política a escala internacional en los últimos años. Frente a esta alternativa, en otros casos recientes se ha optado por combinar la introducción de garantías públicas con incentivos fiscales sobre el sector privado promotor de vivienda en alquiler, para favorecer el acceso, en condiciones más ventajosas que las ofrecidas en el mercado libre, a colectivos integrados fundamentalmente por jóvenes y hogares con rentas bajas.

La evidencia internacional también ha mostrado la importancia para el desarrollo de un amplio mercado del alquiler de garantizar la seguridad jurídica de los propietarios de vivienda. La existencia de un marco regulatorio estable que preserve la seguridad jurídica en este mercado es un factor necesario para aumentar tanto la profesionalización del sector como el volumen de inversión en alquiler residencial y, de ese modo, permitir un incremento sustancial y estable de la oferta de alquiler de vivienda en un período razonable.

Finalmente, la experiencia de algunas grandes ciudades tanto europeas como estadounidenses también ha constatado que, con frecuencia, las intervenciones basadas en controles sobre los precios no han sido efectivas para atajar el problema de insuficiencia

⁵³ Para una descripción de la relevancia de los factores que impulsan la demanda de alquiler de vivienda en determinadas áreas geográficas en España por encima de la oferta, véase D. López-Rodríguez y M. L. Matea (2019), "Evolución reciente del mercado del alquiler de vivienda en España", Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 3/2019, Banco de España.

⁵⁴ Una revisión de la experiencia internacional y de las evaluaciones disponibles sobre políticas en el mercado del alquiler de vivienda puede encontrarse en D. López-Rodríguez y M. L. Matea (2020), *La intervención pública en el mercado del alquiler de vivienda: una revisión de la experiencia internacional*, Documentos Ocasionales, n.º 2002, Banco de España.

de la oferta de alquiler de manera duradera. En este sentido, si bien las limitaciones de precios pueden ser útiles para aliviar la sobrecarga del alquiler sobre el gasto de los hogares que residen en inmuebles regulados, esta medida no impulsa el necesario incremento de la oferta para absorber el aumento de la demanda y, de ese modo, contener la dinámica de los precios a medio plazo. Al mismo tiempo, este tipo de políticas pueden generar efectos adversos significativos, a través de una reducción de la oferta de viviendas en alquiler, de una disminución de los gastos de mantenimiento de los inmuebles y de un incremento de los precios del alquiler en segmentos no regulados, pudiendo dar lugar, incluso, a situaciones de riesgo de una fuerte segmentación geográfica de la población según sus condiciones socioeconómicas dentro de las ciudades⁵⁵.

7 Favorecer la transición hacia una economía más sostenible

El cambio climático y la transición hacia una economía más sostenible es uno de los principales desafíos a los que ya se enfrenta nuestra sociedad. Este reto, verdaderamente global, alcanza a todos los agentes sociales y económicos, y requiere una profunda transformación de los métodos de producción y de los hábitos de consumo.

En los últimos años, tanto la UE como nuestro país se han posicionado activamente en la lucha contra el cambio climático y, en particular, en favor de la implementación del Acuerdo de París⁵⁶. A finales de 2019, la Comisión Europea presentó el Pacto Verde Europeo⁵⁷, que incluye un amplio paquete de medidas que buscan alcanzar la neutralidad climática de la UE en 2050 e incrementan el objetivo de reducción de emisiones para 2030. Además, la UE ha venido desempeñando un papel de liderazgo clave en la búsqueda de una acción coordinada a escala internacional que haga frente al cambio climático.

Por lo que respecta a nuestro país, el pasado mes de mayo, el Gobierno envió a las Cortes el primer proyecto de Ley de Cambio Climático y Transición Energética. Como en el caso europeo, este proyecto establece unos objetivos medioambientales muy ambiciosos de cara al futuro. En particular, el plan aspira a que en 2030 se alcance una reducción del 20% de las emisiones de gases de efecto invernadero respecto del nivel de 1990 (lo que supone una disminución del 33% respecto del nivel de 2017), una mejora del 35% en la eficiencia energética del país, y un peso de las energías renovables en el consumo total de energía final del 35%⁵⁸. A más largo plazo, el propósito es que se logre la neutralidad climática no más tarde de 2050 y que el sistema eléctrico sea 100% renovable.

⁵⁵ La literatura especializada ha documentado ampliamente los efectos adversos que pueden crear los controles sobre los precios del alquiler de vivienda residencial. Véanse, entre otros, D. Autor, C. J. Palmer y P. A. Pathak (2014), «Housing market spillovers: evidence from the end of rent control in Cambridge, Massachusetts», *Journal of Political Economy*, 122(3), pp. 661-717.; R. Diamond, T. McQuade y F. Quian (2019), «The effects of rent control expansion on tenants, landlords, and inequality: evidence from San Francisco», *American Economic Review*, 109(9), pp. 3365-3394; o E. Glaeser y E. Luttmer (2003), «The misallocation of housing under rent control», *American Economic Review*, 93, pp. 1027-1046.

⁵⁶ Este acuerdo persigue evitar que el calentamiento global sea superior a 2 grados centígrados desde los niveles preindustriales y aumentar los esfuerzos para limitarlo a alrededor de 1,5 grados.

⁵⁷ Véase [Un Pacto Verde Europeo](#) (Comisión Europea).

⁵⁸ Dentro de la Estrategia Europa 2020, España fijó, como objetivos relativos al cambio climático y energía para 2020, una reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero del 10% (con respecto a los niveles de 2005), un aumento de la proporción de energías renovables en el consumo final de energía de hasta el 20% (con respecto a los niveles de 1990), y una disminución del 20% del consumo energético (en relación con el tendencial de 2007). Es previsible que en 2020 se cumpla con el objetivo de emisiones de gases de efecto invernadero y que los otros dos objetivos estén cerca de los umbrales fijados.

Alcanzar estos objetivos no será tarea fácil y exigirá desplegar una estrategia integral y coordinada a escala internacional, que facilite la inversión en tecnologías menos contaminantes, evite la incertidumbre regulatoria, y minimice los riesgos de deslocalización de la actividad y los costes de adaptación. De acuerdo con algunos estudios sociológicos, la sociedad española parece estar mayoritariamente concienciada de los riesgos de no actuar ya en la lucha contra el cambio climático y parece dispuesta a asumir algunos de los posibles costes que puedan derivarse de estas actuaciones⁵⁹.

El papel de la política fiscal

La política fiscal puede y debe desempeñar un papel preeminente en la gestión de la transición hacia una economía más sostenible. Son los gobiernos y los parlamentos, depositarios de la voluntad popular, los que tienen la legitimidad necesaria para marcar la senda de este proceso de transformación. Y cuentan, además, con los instrumentos más adecuados para implementarla. En efecto, el establecimiento y calibración de impuestos y subvenciones de forma que se igualen los costes marginales privados y sociales es la manera más eficiente de que los agentes económicos internalicen la externalidad medioambiental que sus actividades generan⁶⁰. En este sentido, la fiscalidad medioambiental debe reservarse el papel central para afrontar los retos del cambio climático.

Esta es la dirección a la que apuntan diversas iniciativas que se encuentran en discusión. Así, por ejemplo, la principal herramienta que se contempla en el Pacto Verde Europeo para lograr los objetivos propuestos es el Sistema de Comercio de Emisiones (SCE), con el que se pretende establecer un precio para los derechos de emisión que desincentive el uso del carbono en favor de energías menos contaminantes. En 2019, el precio de estos derechos se mantuvo en niveles todavía muy alejados de las referencias que algunos organismos consideran apropiadas para alcanzar los objetivos del Acuerdo de París. Con el propósito de tratar de cerrar esta brecha, el Pacto Verde Europeo extiende el SCE a más sectores de la economía, como el transporte, el sector marítimo y la construcción, y reduce a mayor ritmo el volumen de emisiones permitidas dentro del sistema.

Como complemento al sistema de emisiones, la Comisión también ha propuesto la introducción de un ajuste en frontera del coste del carbono. Esta medida trataría de evitar que las empresas trasladen su producción a países con una normativa medioambiental menos exigente. Otras iniciativas van orientadas a reducir las emisiones en el sector del transporte, eliminando las subvenciones al empleo de combustibles fósiles y endureciendo la normativa en materia de contaminación de los automóviles, así como a promover el reciclaje y la innovación en tecnologías limpias.

En todo caso, conviene destacar que, en materia de imposición medioambiental, existen en la actualidad notables diferencias nacionales dentro de la UE, tanto en la tipología como en el alcance de los instrumentos utilizados. De cara al futuro, podría ser conveniente

⁵⁹ Véase Real Instituto Elcano (2019), [Los españoles ante el cambio climático. Apoyo ciudadano a los elementos, instrumentos y procesos de una Ley de Cambio Climático y Transición Energética](#).

⁶⁰ Esta es precisamente la esencia de la propuesta [Carbon Dividends Plan](#) promovida por el *Climate Leadership Council*, en la que se afirma que “un impuesto al carbono supone la palanca más eficiente en términos de coste para reducir las emisiones de carbono en la magnitud y velocidad que son necesarias”.

incrementar el grado de armonización en el uso de la imposición medioambiental en la región.

El papel de la política fiscal en la lucha contra el cambio climático no se reduce exclusivamente al ámbito impositivo: incrementar la inversión pública será fundamental. Así, por ejemplo, aunque el Pacto Verde Europeo pretende movilizar inversiones por importe de un billón de euros en diez años (aproximadamente, un 0,5% del PIB europeo por año), las estimaciones de la propia Comisión Europea sugieren que alcanzar los objetivos climáticos de la UE aún requeriría una inversión anual adicional equivalente al 1,5% del PIB europeo. Como ya he mencionado en el curso de esta intervención, es precisamente en proyectos de innovación, como los relacionados con el desarrollo de nuevas tecnologías más limpias y eficientes, y en períodos de incertidumbre, como el actual, cuando la inversión pública debe desempeñar un papel catalizador clave, que es susceptible de generar importantes externalidades positivas tanto sobre la inversión del sector privado como sobre el potencial de crecimiento del conjunto de la economía.

La política fiscal también podría servir para compensar a aquellos agentes que pueden verse negativamente afectados en este proceso de transición ecológica. La política económica debe reconocer que, en la transición hacia una economía más sostenible, habrá grupos poblacionales, regiones y sectores cuyo bienestar se verá inevitablemente reducido, al menos en el corto plazo. En particular, es evidente que alcanzar los objetivos climáticos requerirá esfuerzos muy diferentes para las distintas ramas de actividad. En este sentido, es fundamental que se identifiquen adecuadamente aquellos agentes o sectores que presentan una mayor vulnerabilidad ante las medidas dispuestas para afrontar el cambio climático, y que se implementen políticas efectivas y eficientes para mitigar los posibles efectos negativos sobre estos colectivos. Una posibilidad sería utilizar los ingresos obtenidos mediante los impuestos medioambientales discutidos anteriormente para facilitar el proceso de ajuste en el corto plazo de dichos colectivos.

En definitiva, la política fiscal debe desempeñar, en nuestra opinión, un papel preponderante en la gestión del cambio climático, tanto para desincentivar las actividades más perjudiciales para el medio ambiente como para impulsar las inversiones públicas y privadas que serán necesarias para desarrollar tecnologías más limpias, y también para paliar los costes sociales de la transición.

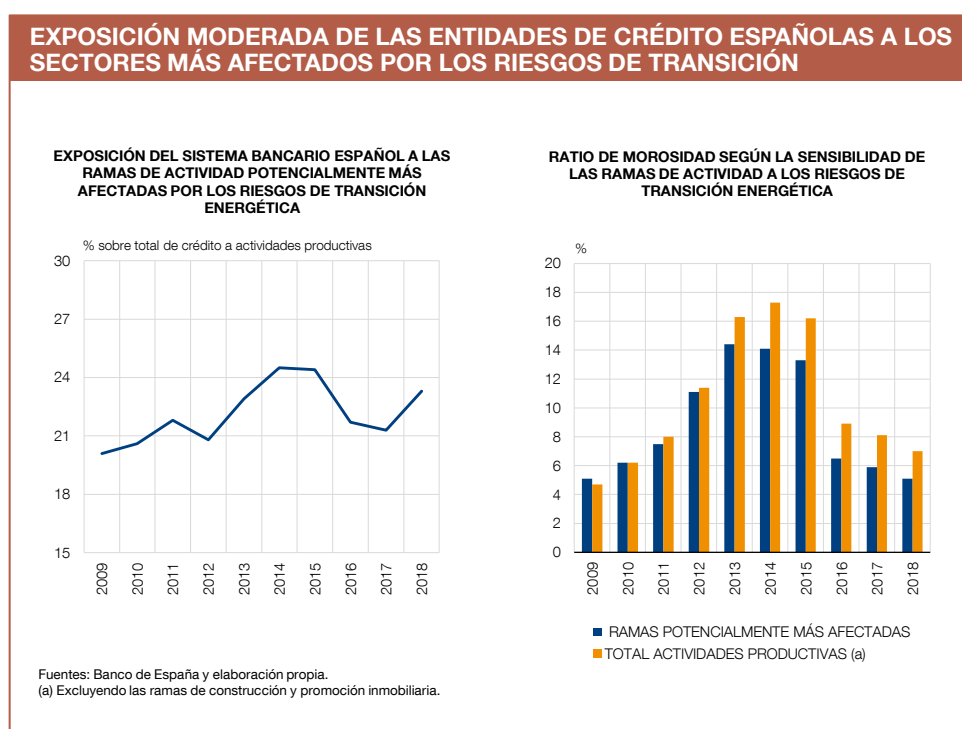
El papel del sistema financiero

El sector financiero está llamado también a desempeñar un papel fundamental en el proceso de transición hacia una economía más sostenible. Para ello, es crucial que el sector incorpore los riesgos asociados al cambio climático, tanto los físicos como los de transición, en su proceso de toma de decisiones. El sector financiero afronta el reto de identificar las oportunidades que se abran en este proceso de transformación y solo valorando adecuadamente estos riesgos y oportunidades podrá contribuir al trasvase ágil y eficiente de recursos entre ahorradores, sectores y empresas que requiere la transición hacia una economía más sostenible.

Los supervisores han de asegurarse de que las entidades valoran correctamente los riesgos asociados al cambio climático y los incorporan en la gestión de sus carteras. En esta

dirección se están desarrollando múltiples iniciativas⁶¹. En particular, están elaborándose unas guías supervisoras que homogeneícen la aproximación que hacen las distintas entidades al tratamiento de estos riesgos. Muchos supervisores (entre ellos, el Banco de España) están desarrollando también pruebas de resistencia medioambientales, con la intención de introducirlas en los próximos años y de simular las implicaciones para las entidades financieras de distintos escenarios hipotéticos que impliquen cambios en la estructura de la economía. Los retos en este ámbito son múltiples, sobre todo de información y de modelización. En términos de información, existen notables lagunas que es necesario cubrir cuanto antes. Por un lado, solo las grandes empresas han estimado su huella de carbono y, de estas, prácticamente ninguna estima su huella incluyendo los consumos intermedios que incorporan en su proceso productivo. Por otro lado, en el caso de España, no existe un registro centralizado de la calificación energética de las viviendas, cuya aclimatación supone alrededor del 25% de las emisiones totales de gases de efecto invernadero.

Los retos en términos de modelización tampoco son menores, desde un punto de vista tanto transversal, por la necesidad de incorporar una dimensión sectorial en los modelos, como temporal, al tener que aumentar el horizonte de los escenarios más allá de lo que requiere habitualmente la política monetaria o la estabilidad financiera. Por otra parte, como en todo cambio estructural, puede que el pasado no sea muy útil para predecir el futuro, por lo que es necesario que se planteen distintos escenarios de transición climática y se analicen sus implicaciones, independientemente de cuál haya sido el comportamiento de los distintos agentes económicos en el pasado.



⁶¹ En el ámbito de los bancos centrales y los supervisores bancarios, destaca la labor de coordinación desarrollada por la *Network for Greening the Financial System* (NGFS), de la que forma parte el Banco de España desde 2018. Por otro lado, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea decidió, en octubre del año pasado, iniciar sus trabajos sobre los riesgos financieros asociados al cambio climático, mientras que el Mecanismo Único de Supervisión ha decidido incluir los riesgos climáticos en su mapa de riesgos para 2020 como base para definir sus prioridades supervisoras. Además, cabe destacar la labor realizada en el seno del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) para fomentar la publicación de información financiera relacionada con los riesgos climáticos de forma consistente y comparable por parte de las empresas.

Cabe destacar que las entidades de crédito españolas presentan una exposición moderada a las ramas de actividad potencialmente más afectadas por los riesgos de transición⁶². En particular, el crédito concedido por las entidades españolas a estas ramas representa alrededor del 20% de su cartera de préstamos a actividades productivas. Desde la crisis financiera global, la tasa de morosidad en estas ramas ha sido inferior a la observada en el resto de los sectores. En parte, esto sería consecuencia de que algunas de las ramas más expuestas a los riesgos de transición presentan unos beneficios unitarios por encima de la media. En la medida en que, como parte del proceso de transición hacia una economía más sostenible, estas ramas se vean obligadas a internalizar los costes medioambientales que generan, dichos sectores podrían ver reducido ese diferencial de rentabilidad, al tiempo que aumentaría su riesgo percibido de crédito y de mercado en relación con el de otras ramas de actividad. Las entidades de crédito deberán tener estas consideraciones en cuenta.

Los supervisores también deberían colaborar en el desarrollo de la infraestructura de los mercados de capitales necesaria para facilitar el proceso de reasignación de la financiación entre sectores y empresas, de forma que estos mercados puedan complementar a las entidades de crédito en este esfuerzo. En este sentido, cabe reseñar que los mercados financieros están desarrollando progresivamente instrumentos de financiación ligados a la economía verde. En la actualidad, la demanda por parte de los inversores de este tipo de productos es superior a la oferta disponible, lo que ha contribuido a que estos instrumentos disfruten de una cierta “prima verde”, que parece estar ampliándose recientemente. En colaboración con otras instituciones y con los propios participantes en los mercados financieros, los supervisores deben contribuir al desarrollo y armonización internacional de una taxonomía, suficientemente dinámica y detallada, que aporte transparencia acerca de las actividades (y productos) que contribuyen a la transición hacia una economía baja en carbono y de aquellas que están más expuestas a los riesgos del cambio climático. Asimismo, los supervisores deben desempeñar un papel activo en las iniciativas en curso que persiguen desarrollar un marco robusto e internacionalmente consistente para la divulgación de información financiera relacionada con cuestiones climáticas.

También se ha planteado la posibilidad de que los bancos centrales, en el marco de la regulación financiera y de la política monetaria, desempeñen un papel más proactivo en la transición hacia una economía más sostenible, ya sea penalizando a los sectores, activos o iniciativas más contaminantes (*browning*) o favoreciendo a sus equivalentes más limpios (*greening*). En este sentido, querría remarcar, como ya he mencionado anteriormente, que debe ser la política fiscal la que desempeñe el papel central en la lucha contra el cambio climático. Por supuesto, a los reguladores y a las autoridades monetarias nos corresponde contribuir a este objetivo común, pero solo en la medida en que ello no interfiera en el cumplimiento de nuestros objetivos primarios: la estabilidad financiera en el caso de la regulación y la estabilidad de precios en el caso de la política monetaria. En este sentido, la inclusión explícita de aspectos medioambientales en la conducción de estas políticas debería estar justificada por el hecho de que exista un diferencial de riesgo bien identificado

⁶² Se incluyen en esta categoría aquellas ramas de actividad cuyas emisiones anuales de CO₂ superan los 0,11 kilos por euro de valor añadido. En este grupo se encuentran varias ramas de transporte, la producción de energía eléctrica, el refino de petróleo, la industria química, la metalurgia, la fabricación de productos no metálicos, papel, madera, alimentación, textil y agricultura. En conjunto, estas ramas representan un 20% del valor añadido de la economía española y un 18% del empleo. Es importante reseñar que no todas las empresas dentro de estas ramas son igualmente contaminantes.

entre distintos tipos de actividades según su mayor o menor sensibilidad medioambiental, o porque estas actividades impliquen un impacto asimétrico en términos de las dinámicas de precios agregados.

En cualquier caso, dentro del Eurosistema estamos embarcados en la actualidad en una revisión estratégica de nuestra política monetaria. Dentro de ella, vamos a reflexionar sobre la forma en la que podemos incorporar los riesgos climáticos y sobre el fomento de la sostenibilidad de la economía. Para ello resulta necesario, en primer lugar, mejorar nuestra comprensión de las implicaciones que el cambio climático y las políticas económicas destinadas a mitigar este fenómeno pueden tener sobre la economía en su conjunto y, en particular, sobre la estabilidad de precios. Todo ello, con el objetivo de incorporar estas implicaciones a las herramientas de análisis y predicción económica sobre las que se asienta nuestro proceso de toma de decisiones.

Pero, mientras avanzamos en esta reflexión en el Eurosistema, el Banco de España ha aprobado ya la incorporación de los criterios de sostenibilidad y responsabilidad a la política de inversión de la cartera de reservas que gestiona. Dentro de este esfuerzo, y teniendo en cuenta las obligaciones de nuestro mandato, estamos incrementando progresivamente nuestra cartera propia de bonos verdes y, por ejemplo, somos uno de los miembros fundadores del fondo de inversión verde que ha constituido el Banco de Pagos Internacionales de Basilea.

8 Mantener un sector financiero saneado

Paso ahora a discutir los principales retos que el sector financiero español deberá afrontar en el corto, medio y largo plazo, a cuyas especificidades ya tuve ocasión de referirme con detenimiento en mi comparecencia ante esta cámara en la Comisión de Asuntos Económicos y Transformación Digital el pasado 18 de mayo. Pero, antes, déjenme que les recuerde brevemente la importante transformación que ha experimentado este sector a lo largo de los ocho últimos años, tanto desde el punto de vista de su estructura y de la situación financiera de los intermediarios que lo componen, como de la regulación y supervisión aplicable.

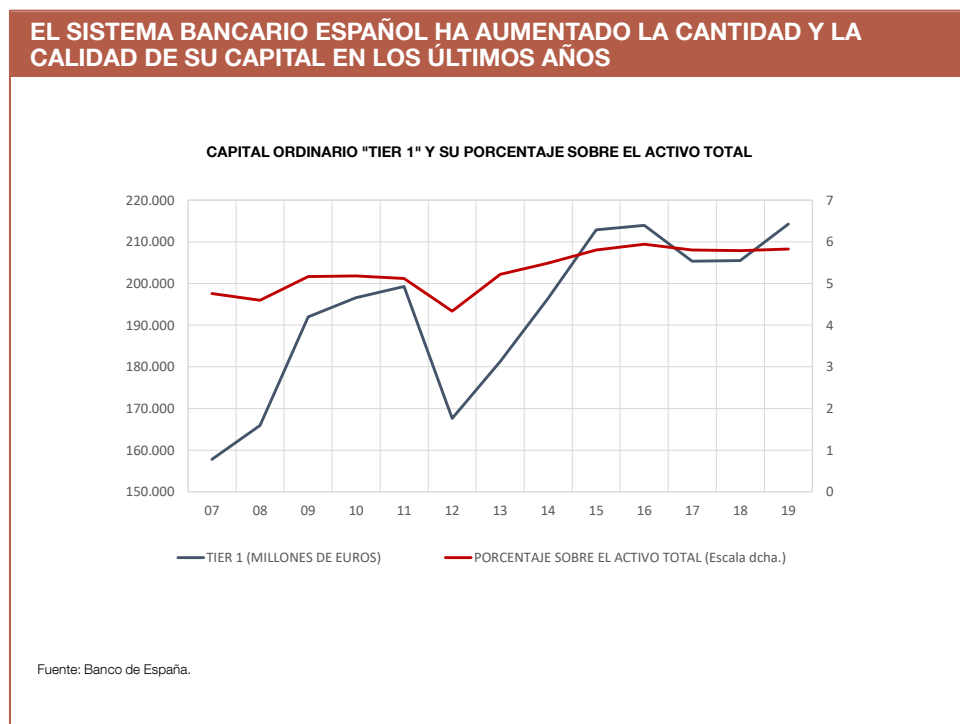
Dentro del sistema financiero, el sector bancario español se vio particularmente afectado por la crisis financiera global y por la de la deuda soberana en la zona euro. Desde entonces, ha acometido un profundo proceso de reestructuración, consolidación y saneamiento⁶³. Las consecuencias de este proceso son visibles en varias dimensiones. Así, por ejemplo, se ha producido un descenso significativo del número de entidades y de su capacidad instalada, medida en términos tanto de oficinas como de empleo y de tamaño de los balances bancarios⁶⁴.

En paralelo, la calidad de los balances ha ido mejorado de forma progresiva como refleja, por ejemplo, la caída de la ratio de morosidad de los préstamos concedidos al sector privado no residente, desde un máximo del 13,8% a finales de 2013, hasta el 4,8% a finales

⁶³ Para una descripción detallada de este proceso, véanse, por ejemplo, el *Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 2008-2014* y el *Informe Anual 2017*, ambos publicados por el Banco de España. Para la evolución más reciente de este sector, véase el *Informe de Estabilidad Financiera*, de Primavera de 2020, del Banco de España.

⁶⁴ Desde el máximo alcanzado en 2008 y hasta marzo de 2020, el número de empleados se ha reducido en un 48% y las oficinas en un 35%.

de 2019, aunque se situaba todavía por encima de los registros previos a la crisis financiera global. También ha mejorado la solvencia media de las entidades, con un aumento de la ratio de capital de mayor calidad (CET1) de 1,5 pp entre 2015 y 2019, sin incluir los ajustes transitorios. La rentabilidad promedio de los recursos propios de las entidades bancarias también se ha elevado en estos años, si bien en 2019 todavía se situaba por debajo de los registros anteriores a la crisis financiera global y del coste del capital, fenómeno que era incluso más acusado en otros sistemas bancarios europeos.



Conviene resaltar que, al mismo tiempo que este proceso de transformación tenía lugar en el sector bancario, el peso relativo dentro del sistema financiero de los intermediarios no bancarios ha ido aumentando, de tal forma que el sector financiero no bancario representaba, en diciembre de 2019, un 34% de los activos de todos los intermediarios financieros (sin incluir bancos centrales). Los intermediarios no bancarios que más han crecido desde 2014 son los fondos de inversión y los fondos de pensiones. Este fenómeno, que se ha observado también en el resto de las economías avanzadas, responde a distintos factores, de naturaleza tanto coyuntural como estructural. En cualquier caso, constituye una pieza fundamental en el proceso de transformación que el conjunto del sistema financiero ha sufrido en los últimos años, y, como solemos recordar en nuestro *Informe de Estabilidad Financiera*, debe tenerse muy en cuenta a la hora de valorar el comportamiento de la dinámica agregada del sector financiero, dado que las interrelaciones entre los intermediarios son muy intensas y cada vez mayores.

Por último, la regulación y la supervisión financieras también han experimentado cambios muy importantes durante los últimos años. En términos generales, las principales novedades regulatorias que siguieron a la gran crisis financiera internacional para aumentar la robustez del sistema pueden resumirse en las siguientes: aumento de la cantidad y calidad de capital requerido a las entidades de crédito para asegurar una mayor capacidad para absorber pérdidas; mejora en la identificación de ciertos riesgos en determinadas

exposiciones (como lo asociados a la cartera de negociación, titulaciones, exposiciones a vehículos fuera de balance y al riesgo de contraparte); adopción de una ratio de apalancamiento como medida complementaria a la ratio de solvencia; e introducción de un estándar de liquidez, que incluye una ratio de cobertura de liquidez a corto plazo y una ratio de liquidez estructural a largo plazo.

Por su parte, la supervisión microprudencial de la gran mayoría de las entidades bancarias españolas, al igual que las de otras economías del área del euro, ha pasado a integrarse en las funciones del BCE. Adicionalmente, como ha ocurrido también en otras economías avanzadas, se ha introducido una supervisión macroprudencial, a la que se ha dotado de nuevos instrumentos, con el objetivo fundamental de identificar de forma temprana posibles riesgos sistémicos y de aplicar las medidas necesarias para evitar que sigan desarrollándose y mitigar sus efectos adversos en la actividad real en caso de materializarse. En España, la supervisión macroprudencial está en manos de los distintos supervisores sectoriales, como el Banco de España en el caso de las entidades bancarias, y es coordinada por un organismo de nueva creación, denominado “AMCESFI”, que está integrado por el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital y por los distintos supervisores sectoriales.

Después de este breve resumen de los profundos cambios estructurales que han tenido lugar en el sector financiero español, paso a valorar el impacto que la crisis del Covid-19 tendrá sobre el sector y sobre los importantes desafíos de medio plazo que este ya debía abordar antes del estallido de la pandemia.

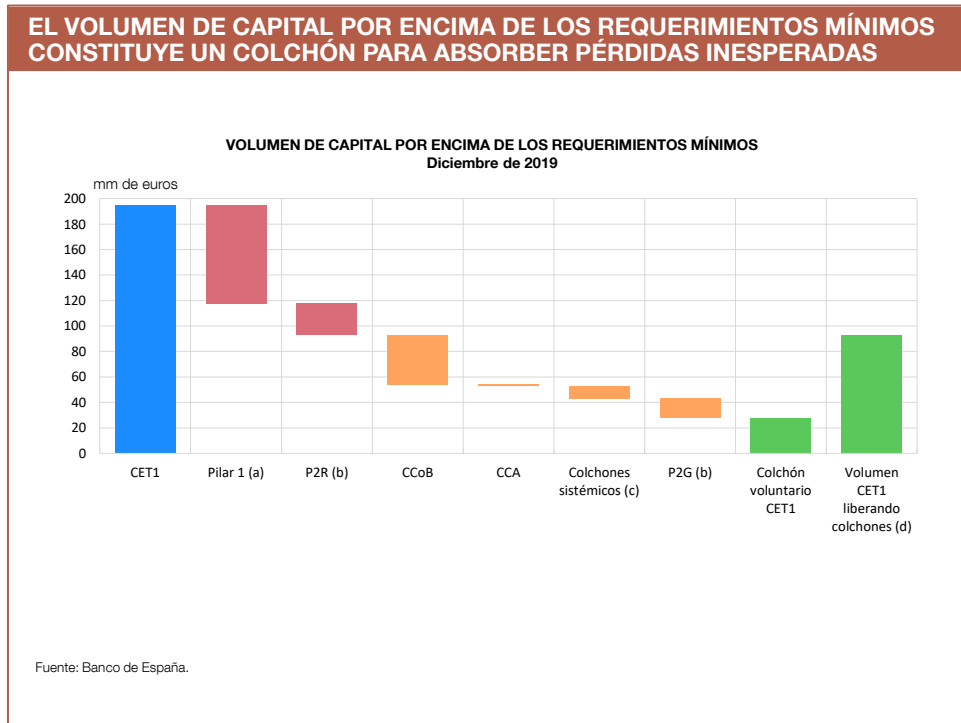
Como he descrito antes, las entidades bancarias cuentan ahora con niveles de solvencia mayores que en la crisis anterior, lo que debe ayudarles a desempeñar un papel activo y destacado en la actual crisis. Además, para que el sistema financiero pueda contribuir a la superación de la crisis, se han adoptado distintas decisiones a escala nacional y europea, a fin de facilitar que la banca pueda resistir mejor sus embates y operar como una palanca activa para su pronta superación.

Así, las distintas autoridades prudenciales, nacionales e internacionales (en particular, el Banco de España, el BCE, la Autoridad Bancaria Europea y el Comité de Basilea), han emitido diferentes comunicados con el objeto de clarificar el impacto de la normativa contable existente en la situación actual, para favorecer un cálculo adecuado del deterioro por riesgo de crédito y permitir que las entidades puedan hacer uso de los colchones de capital disponibles para absorber pérdidas inesperadas⁶⁵. Asimismo, el 28 de abril, la Comisión Europea presentó un paquete de medidas destinado a alentar que los bancos hagan pleno uso de la flexibilidad incorporada en el marco prudencial y contable de la UE⁶⁶. En este conjunto de medidas se incluía una Comunicación Interpretativa del marco prudencial y contable de la UE y una propuesta de cambios, denominada “*quick fix*”, a la CRR (siglas de *Capital Requirements Regulation*) que fue aprobada por el Consejo y el Parlamento en el mes de junio. Entre otras medidas, esta modificación de la CRR establece un mandato a la Comisión, que deberá reportar antes del 31 de diciembre de 2021 al

⁶⁵ Se permite a los bancos operar temporalmente por debajo de los niveles de capital establecidos por la recomendación de Pilar 2, P2G, el colchón de conservación del capital, CCoB, y la ratio de liquidez, y se apunta la posibilidad, en lo que respecta a la composición del capital, de cubrir parte del requerimiento de Pilar 2, P2R, con capital distinto del CET1.

⁶⁶ Véase [Coronavirus response: Banking Package to facilitate bank lending- Supporting households and businesses in the EU](#).

Parlamento y al Consejo sobre la posibilidad de establecer poderes adicionales para que los supervisores puedan imponer restricciones a la distribución de dividendos en circunstancias excepcionales. También, se retrasa en un año la entrada en vigor del requerimiento de colchón de la ratio de apalancamiento para las entidades sistémicas globales que introduce la CRR2.



Precisamente, en términos de colchones de capital (cantidad de capital por encima del mínimo regulatorio de Pilar 1, 7%, y del requerimiento de Pilar 2, P2R), las entidades españolas disponían, en diciembre de 2019, de algo más de 90.000 millones de euros de CET1, que permitiría cubrir un volumen de pérdidas equivalente a casi dos veces el volumen actual de crédito dudoso (esto es, aproximadamente un 8,2% del total del crédito al sector privado residente).

Por último, se ha recomendado a las entidades la suspensión temporal del reparto de dividendos y la aplicación de criterios prudentes en la retribución variable a los empleados, con el objetivo de canalizar los recursos generados hacia el refuerzo de sus posiciones de capital. Y las autoridades de resolución han manifestado que aplicarán un criterio prospectivo a la supervisión de los requerimientos de MREL, de forma que se tenga en cuenta la naturaleza específica de esta crisis. El Banco de España ha trasladado todas las medidas señaladas a las entidades que supervisa directamente.

Adicionalmente, las decisiones de política monetaria adoptadas por el BCE desde el mismo comienzo de la crisis han contribuido a reducir las presiones sobre las condiciones de financiación de las entidades y de otros agentes económicos, públicos y privados, en un

contexto altamente incierto y de incremento generalizado de las necesidades de financiación⁶⁷.

Por su parte, el Gobierno aprobó en marzo un programa de avales públicos a los préstamos a empresas, que ha mitigado la posible reticencia de los intermediarios financieros a incurrir en mayores riesgos, en un contexto de elevada incertidumbre y de preocupación creciente por los riesgos de crédito.

Estas medidas habrían sido efectivas para facilitar el flujo de crédito a la economía en los últimos meses. Así, los datos más recientes, correspondientes al mes de abril, evidencian un repunte interanual de casi el 90% del flujo de nuevo crédito concedido por las entidades bancarias a las empresas. Esto incluye tanto las nuevas operaciones, cuyo volumen se ha doblado con respecto al mismo período del año pasado, como los incrementos en las disposiciones de principal de operaciones formalizadas con anterioridad. Además, respecto a las operaciones formalizadas al amparo del programa de avales públicos, con los datos publicados hasta el 14 de junio, el importe de avales solicitados asciende a casi 52,8 mm de euros, que han permitido movilizar recursos a través de nuevos préstamos y otras modalidades de financiación de algo más de 69 mm de euros, de los cuales casi 48,8 mm de euros se han destinado a las pymes y a los autónomos. Por lo que respecta a las moratorias en el pago de créditos destinados a hogares, se han aprobado 980.000 operaciones que afectan a un volumen de crédito de 36.300 millones de euros, aproximadamente, el 5,5% de las carteras de crédito al consumo e hipotecaria.

En todo caso, y como sucede con el resto de medidas de las apoyo público durante la crisis, en relación con las relativas a la provisión de liquidez a las empresas, debería plantearse que, una vez agotado el actual programa de avales, se asegure que las empresas continúen teniendo acceso a la liquidez, con el fin de facilitar su financiación durante el inicio de la recuperación. En efecto, aunque, de acuerdo con la evidencia analizada por el Banco de España, las compañías de mayor dimensión y aquellas con menor perfil de riesgo están consiguiendo financiarse en condiciones favorables sin recurrir a la línea ICO de avales, las empresas de menor tamaño y las que se han visto más afectadas por la crisis podrían encontrar más dificultades en su acceso a la financiación, especialmente, en ausencia de instrumentos de apoyo público⁶⁸. A la vez, resulta necesario restablecer paulatinamente los incentivos para que los recursos financieros se reasignen hacia las empresas y sectores que pueden contribuir en mayor medida a la recuperación de la actividad y el empleo. Todo ello aconseja, por tanto, valorar la posibilidad de disponer de mecanismos de garantía pública adicionales a los ya aprobados, en cuyo diseño debe primar la priorización en el acceso a estos recursos de aquellos agentes con perspectivas sólidas de viabilidad una vez superada la actual fase crítica.

Por otra parte, es previsible que, como consecuencia del acusado impacto negativo que esta crisis va a tener sobre la actividad, se produzca, con algún desfase, un deterioro en la calidad de la cartera crediticia de las entidades financieras, lo que revertirá la tendencia que

⁶⁷ En particular, el BCE ha aprobado nuevas operaciones de financiación a plazo más largo (operaciones LTRO, TLTRO-III, y PELTRO), bajo condiciones muy favorables. También ha ampliado el volumen de compras de valores bajo el programa de compra de activos APP y ha lanzado un nuevo programa, el PEPP, mediante el cual comprará títulos, tanto públicos como privados, por valor de 1.350 mm de euros hasta al menos junio de 2021.

⁶⁸ Véase R. Blanco, Á. Menéndez y M. Mulino (2020), *Las necesidades de liquidez y la solvencia de las empresas no financieras españolas tras la perturbación del Covid-19*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.

esta variable ha seguido en los últimos años. La desaparición de empresas, la pérdida de empleo de muchos trabajadores y, en general, la caída de los ingresos de los acreditados llevarán a un deterioro de su capacidad de reembolso de los préstamos. Aunque estos efectos se verán amortiguados parcialmente por las medidas aprobadas durante la crisis que mencioné con anterioridad, cabe esperar que el flujo de entrada de nuevos activos dudosos se incremente y que la recuperación de créditos dudosos, o la venta de activos problemáticos, sea durante un tiempo más compleja.

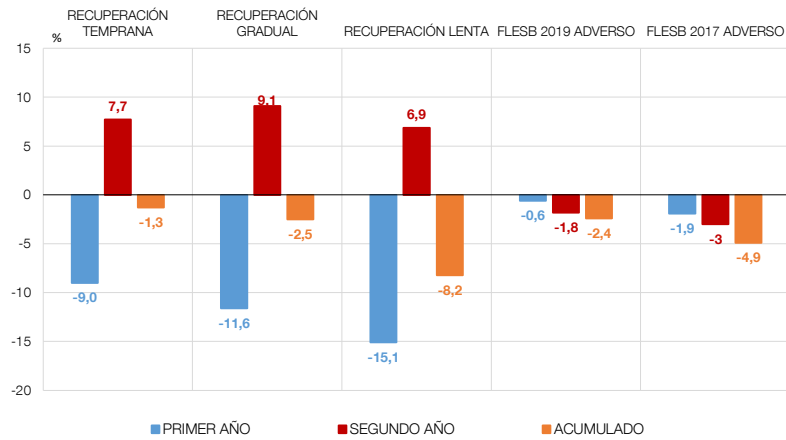
La materialización de pérdidas en la cartera crediticia supondrá una presión adicional a la baja sobre la rentabilidad del sector bancario, en un contexto en el que la crisis del Covid-19 ya ha producido un repunte en el coste del capital para las entidades como reflejo de la mayor aversión al riesgo de los inversores, aunque una parte de ella puede ser transitoria. Esto ha llevado a que el diferencial entre la rentabilidad de los recursos propios y el coste del capital se haga todavía más negativo. Además, el entorno de bajos tipos de interés, que probablemente se prolongará más de lo que se preveía antes de la crisis del Covid-19, dificultará la recuperación de la rentabilidad a través del aumento del margen de intermediación y requerirá, por tanto, esfuerzos adicionales para reducir los costes de explotación y lograr aumentos de eficiencia.

La magnitud del reto que esta crisis supone para el sector bancario puede apreciarse en los principales indicadores de los mercados financieros. Así, por ejemplo, la valoración de las entidades bancarias en los mercados bursátiles, no solo en España sino a escala global, se ha visto sensiblemente más afectada que la de compañías en otros sectores. Al mismo tiempo, las condiciones de financiación de los bancos en los mercados de deuda también se han endurecido, como refleja el repunte de la prima de riesgo de crédito que, no obstante, ha revertido parcialmente durante las últimas semanas, tras alcanzar niveles muy elevados a mediados de marzo.

Asimismo, las cifras del retroceso del PIB en 2020 recogidas en los escenarios macroeconómicos que anteriormente he esbozado supondrían la mayor contracción económica de la historia reciente en España en un solo año. También superan en severidad a los supuestos de cualquier prueba de estrés del sector bancario realizada en el pasado. Además, bajo las anteriores consideraciones sobre la situación agregada del sistema se esconde una elevada heterogeneidad y la crisis afectará de forma diferenciada a las distintas entidades, en función de su modelo de negocio y de la distribución de sus exposiciones a los sectores y las geografías más afectados por la pandemia.

LA CAÍDA DEL PIB EN 2020 SERÁ MAYOR QUE LA ASUMIDA EN LAS ÚLTIMAS PRUEBAS DE RESISTENCIA

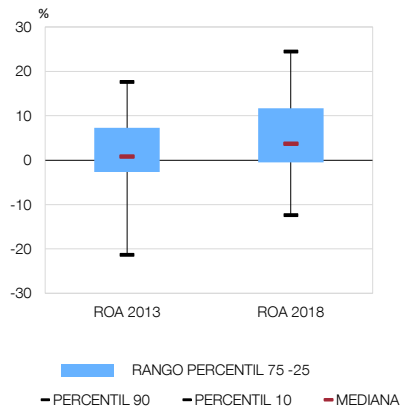
TASA DE VARIACIÓN DEL PIB EN DISTINTOS ESCENARIOS DE PROYECCIÓN



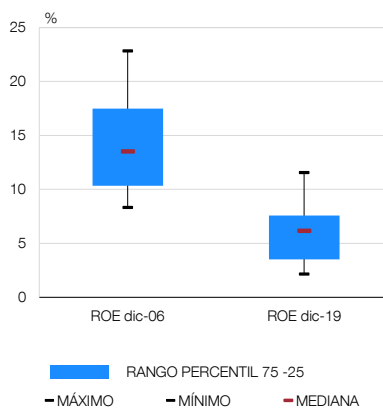
Fuente: Banco de España.

EXISTE UNA NOTABLE HETEROGENEIDAD EN LA POSICIÓN INICIAL DE HOGARES, EMPRESAS Y ENTIDADES FINANCIERAS

EMPRESAS NO FINANCIERAS: DISTRIBUCIÓN DE LA RENTABILIDAD DEL ACTIVO (ROA)



ENTIDADES DE DEPÓSITO: DISTRIBUCIÓN DE LA RENTABILIDAD DEL CAPITAL (ROE)



Fuente: Banco de España.

En sentido contrario, es cierto también que, si se materializara el repunte de la actividad en 2021 proyectado en los escenarios publicados tanto por el Banco de España como por otras instituciones, se mitigaría de forma significativa la fuerte caída del PIB de 2020. En todo caso, como ya he dicho, el grado de incertidumbre sobre la duración de la pandemia y de sus efectos es muy elevado. En resumen, la materialización de algunos de los elementos de riesgo que se ciernen sobre la recuperación proyectada de la economía española podría llegar a deteriorar la solvencia agregada de manera significativa, lo que nos obliga a los supervisores a ejercer una vigilancia estrecha sobre los riesgos para la

estabilidad financiera. Incluso en estos escenarios más adversos, los elementos de absorción de pérdidas permiten que la erosión del capital no sea inmediata. Esto proporciona margen de acción, que, en su caso, debe ser utilizado para dotarse de todos los elementos que permitan una respuesta de política económica contundente, que debería darse a escala europea.

Como señalé en mi pasada comparecencia en la Comisión de Economía, creo que es importante que, tanto en este ámbito como en otros, tomemos como punto de partida la experiencia de la anterior crisis. Y esa experiencia debe llevarnos a hacer todo lo posible por evitar que la situación actual tenga un componente financiero significativo, pues, como pudimos comprobar entonces, las crisis que lo tienen se caracterizan también por ser más profundas y duraderas. Por tanto, creo que todos debemos compartir el objetivo de evitar que la crisis actual venga acompañada de un endurecimiento generalizado de las condiciones de financiación o que dañe gravemente nuestro sistema financiero.

Más allá de los factores de naturaleza macroeconómica, el riesgo legal y algunos otros elementos relacionados con la conducta de las entidades han tenido un impacto relevante en la reputación del sector bancario en los últimos años, y no solo en España. En este sentido, conviene recordar, una vez más, que la reputación y la confianza de los clientes son los elementos fundamentales en los que se basa el negocio bancario. Por tanto, las entidades deben esforzarse en revertir esta tendencia, proporcionando a sus clientes los productos y servicios financieros adecuados a sus necesidades y capacidades, así como suministrando la información relevante de manera clara y transparente. En este sentido, el importante papel que están llamadas a desempeñar las entidades en la crisis actual, para proporcionar la financiación adecuada a los hogares y empresas, es una buena oportunidad para mejorar la confianza de la sociedad en este sector.

Por otra parte, como apuntaba anteriormente, las pérdidas por deterioro de las exposiciones crediticias van a producirse más adelante, erosionando el nivel de capital de las entidades y reduciendo su capacidad para seguir financiando a la economía. Por eso, es crucial que los colchones de capital que han construido las entidades puedan ser utilizados y que las medidas de apoyo público al crédito no desaparezcan de manera abrupta de modo que las entidades bancarias no acometan un proceso de reducción de sus balances antes de que los efectos de la crisis se hayan disipado. Para ello, las entidades deben tener la certeza de que la eventual reconstrucción de esos colchones de capital se llevará a cabo de una forma gradual y, siempre, una vez que hayamos superado la crisis y los mercados financieros hayan vuelto a una situación de normalidad. Esta reconstrucción de los niveles de solvencia también deberá incorporar alguna de las lecciones aprendidas durante esta crisis, como es la mayor importancia que han de tener los componentes cíclicos que sean liberables en situaciones de crisis macrofinanciera, como la actual.

Asimismo, la crisis sanitaria ha puesto de manifiesto la necesidad de abordar con más urgencia, si cabe, algunos retos, como los asociados a la digitalización y a la gestión de los riesgos de ciberseguridad. La expansión de la pandemia, y la situación de confinamiento asociada, ha acelerado la activación de protocolos de trabajo remoto y de planes de contingencia para la continuidad de negocio. Esto subraya la importancia de seguir avanzando en la digitalización del sector con el fin de aumentar su eficiencia en la provisión de servicios financieros. Por otra parte, este proceso lleva asociado un aumento de los

riesgos de ciberseguridad, que las entidades deben gestionar para minimizar su impacto adverso en la marcha de su negocio.

A medio plazo, habrá que continuar vigilando que la previsible prolongación del entorno de bajos tipos de interés no se traduzca en una asunción excesiva de riesgos por los intermediarios financieros. Aunque el estallido de la crisis del Covid-19 ha traído consigo una búsqueda de activos seguros y líquidos a escala global, con el paso del tiempo y una vez que se disipe la aversión al riesgo, algunos inversores podrían volver a aumentar sus exposiciones de activos con riesgo. Esta asunción de riesgos, necesaria para el buen funcionamiento de cualquier economía, si llegara a ser excesiva, podría aumentar la vulnerabilidad de los sistemas financieros frente a perturbaciones adversas. Con el fin de frenar posibles dinámicas desestabilizadoras, las autoridades macroprudenciales deberán completar su gama de instrumentos disponibles, especialmente en el ámbito de los mercados y los intermediarios no bancarios que es donde los avances hasta la fecha han sido más limitados.

El sistema financiero español, como el del resto de las economías de nuestro entorno, también deberá afrontar en el medio plazo los retos asociados a la disrupción digital y al cambio climático. Las grandes empresas (BigTech), con capacidad para obtener, almacenar y analizar inmensos volúmenes de información, son actores que pueden potencialmente acceder a prestar sus servicios como intermediarios financieros, lo que puede alterar significativamente el modelo tradicional de negocio en este sector. Las entidades financieras ya existentes necesitarán invertir en nuevas tecnologías y métodos de tratamiento de la información para poder competir con estas empresas tecnológicas. Por otra parte, el sector financiero también deberá desempeñar un papel destacado en la transición hacia una economía más sostenible y menos contaminante, proporcionando el volumen de financiación requerida para acometer esta transformación estructural de la economía e incorporando factores climáticos y medioambientales a sus análisis de riesgos. Los desafíos que el cambio climático implica para la economía y la sociedad mundiales, en general, y para el sector financiero, en particular, serán el objeto del próximo apartado de mi intervención.

Al mismo tiempo, el sector financiero deberá abordar los retos asociados al envejecimiento de la población, que tiene implicaciones importantes en términos de la demanda de servicios financieros de los hogares. Por un lado, el envejecimiento demográfico tenderá a reducir la demanda de crédito, ya que las mayores necesidades de financiación de las familias suelen concentrarse en los tramos medios de su ciclo vital. Por otro lado, estos desarrollos demográficos generarán una demanda creciente de nuevos productos de ahorro a largo plazo, así como de otros que doten de mayor liquidez a la riqueza acumulada durante la vida laboral para sostener los gastos corrientes en fases posteriores.

En definitiva, dado el papel extraordinariamente preeminente que este sector desempeña en la economía española, el mayor o menor éxito con el que se resuelvan estos retos tendrá una notable influencia en la intensidad y en la sostenibilidad del crecimiento económico de nuestro país en los próximos años.

Antes de terminar este apartado, querría enfatizar que, a pesar de los progresos que se han producido en los últimos años y que ya he comentado brevemente, aún es posible avanzar

en el diseño de una arquitectura financiera más sólida. En el último apartado de mi intervención discutiré con detalle algunos retos financieros de carácter eminentemente europeo. Por ejemplo, los vinculados con la culminación de una Unión Bancaria plena en el área del euro. No obstante, querría referirme a algunas cuestiones de carácter interno. En este sentido, conviene recordar que, en el contexto de su ejercicio de evaluación del sistema financiero (FSAP), el FMI emitió en 2017 algunas recomendaciones muy concretas a nuestro país en materia de supervisión financiera⁶⁹. En particular, entre otras actuaciones, el FMI apuntaba a la necesidad de constituir una autoridad macroprudencial, que ya se ha creado, pero también a la importancia de avanzar hacia una supervisión prudencial integrada de todo el sistema financiero español. Asimismo, en el contexto del actual debate europeo sobre el reforzamiento de las capacidades en la lucha contra el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo, cabe plantearse cuál debe ser el correlato institucional en nuestro país de estas capacidades europeas reforzadas para hacer frente a estas actividades delictivas que tratan de aprovechar, precisamente, las grietas en la supervisión que puedan aparecer entre jurisdicciones, sectores o ámbitos competenciales.

Ciertamente, la coyuntura actual no es la más indicada para poner en marcha medidas de arquitectura financiera que afectan a la organización y a las competencias de los supervisores que están evaluando y mitigando en tiempo real los riesgos que puedan producirse a la estabilidad financiera. Pero, en todo caso, sí creo que sería importante reforzar el compromiso de abordar estas cuestiones con prontitud y ambición, una vez superada esta crisis. En este sentido, no debe subestimarse el hecho de que un diseño óptimo de la arquitectura supervisora nacional permitiría dotar a la economía española de una mayor capacidad de resistencia frente a futuras crisis, y de una mayor influencia en los correspondientes organismos y mecanismos europeos de supervisión y regulación financiera.

9 Afrontar los nuevos retos estructurales tras el Covid-19

Todos los retos que he mencionado hasta el momento son desafíos que, de un modo u otro, la economía española ya necesitaba abordar antes de la irrupción de la pandemia del Covid-19. De hecho, como ya he indicado, muchos de ellos son tareas pendientes a las que no se ha dado una respuesta plenamente satisfactoria en los últimos lustros. La crisis actual puede haber incrementado la magnitud de estos retos, su visibilidad, o la urgencia de darles una solución, pero todos ellos eran y son relativamente bien conocidos.

No obstante, la crisis actual también ha aflorado algunas vulnerabilidades que no resultaban tan evidentes y ha provocado algunos cambios importantes en el patrón de comportamiento de los agentes, como en lo relativo a los hábitos de consumo de los hogares y a la organización del trabajo dentro de las empresas. Qué respuesta se dé a estas nuevas vulnerabilidades y cómo de permanentes o transitorios sean los cambios que se han observado recientemente en el comportamiento de los agentes podría tener implicaciones muy importantes sobre el desarrollo de la actividad económica en el medio y largo plazo, no solo para nuestro país sino a escala global.

⁶⁹ Véase FMI (2017), *Spain: Financial System Stability Assessment*, octubre.

A continuación, quiero detenerme en aquellos cambios, potencialmente estructurales, que la crisis sanitaria actual podría inducir en dos procesos claves para la economía mundial: el proceso de globalización de la producción y el proceso de digitalización.

El proceso de globalización de la producción

Comenzaré por las implicaciones que la crisis del Covid-19 podría tener sobre el proceso de globalización. A lo largo de las últimas décadas, la expansión del comercio mundial ha venido acompañada de una creciente fragmentación internacional de los procesos de producción. En líneas generales, en el marco de un entorno regulatorio favorable, las empresas han tendido a reubicar parte de su producción en otros países y a proveerse de insumos en los mercados internacionales, persiguiendo ahorros de costes y ganancias de eficiencia. De esta forma, se han desarrollado las denominadas “cadenas globales de valor” (CGV) que, en la actualidad, representan casi la mitad de todo el comercio mundial⁷⁰. Al mismo tiempo, tratando de aprovechar al máximo las asimetrías en cuanto al patrón de especialización productiva de las diferentes economías, la producción de determinados bienes finales también se ha deslocalizado significativamente, concentrándose, en algunos casos, en unos pocos proveedores internacionales. Por poner un ejemplo de actualidad, el 70% de la producción mundial de respiradores mecánicos se lleva a cabo únicamente en siete países.

Pues bien, la crisis del Covid-19 ha puesto de manifiesto algunas de las vulnerabilidades asociadas a este proceso. Por ejemplo, se han registrado importantes interrupciones en las cadenas de suministros globales, que han condicionado la producción en industrias tan relevantes para la economía española y europea como la del automóvil. Asimismo, en muchos países se han observado algunas carencias importantes de la producción nacional para satisfacer unos niveles mínimos de la demanda interna de determinados bienes de consumo esencial y de material sanitario.

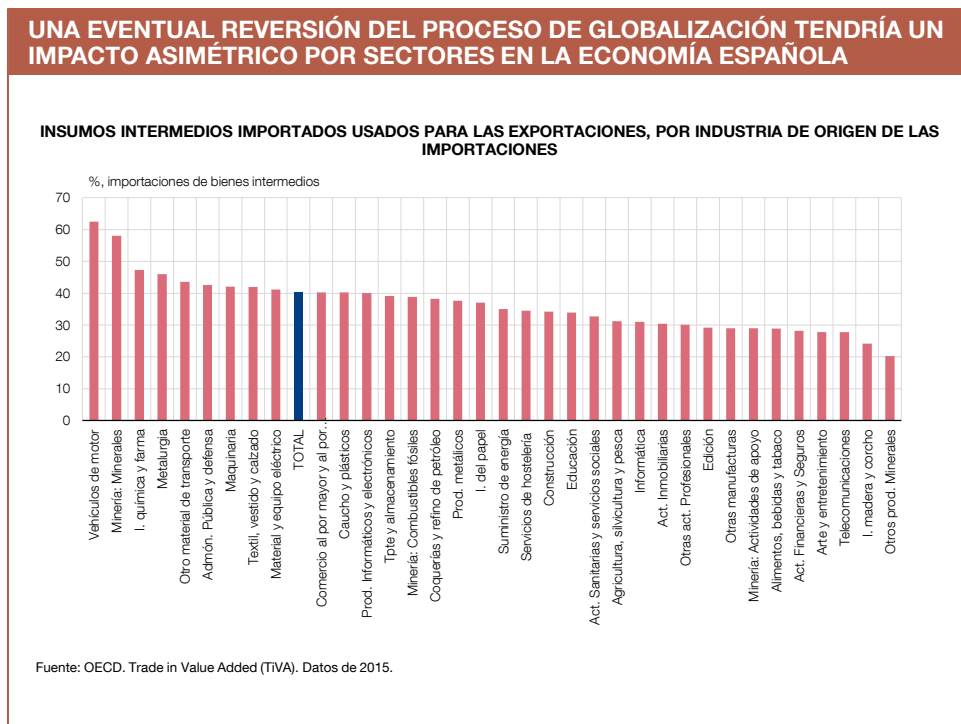
Valorar, en estos momentos, cuál será la reacción ante estos desarrollos de las autoridades y de los agentes económicos a escala global es muy complicado. Existe una considerable incertidumbre no solo en cuanto al tipo de respuesta que se dará a estas vulnerabilidades a escala global, sino también en cuanto a su carácter transitorio o permanente.

En este sentido, conviene señalar que, en parte motivado por la reaparición de tendencias proteccionistas en algunas de las grandes economías mundiales, ya en los últimos años se había producido una cierta ralentización en el proceso de globalización. No sería de extrañar que esta ralentización se intensificara en los próximos años en la medida en que algunos países traten de reducir su dependencia de los insumos y bienes finales importados, y de potenciar la industria nacional en determinados sectores considerados estratégicos. En efecto, algunos países ya han establecido restricciones, que podrían convertirse en permanentes, a la exportación de algunos productos esenciales. Del mismo modo, aun a costa de una cierta pérdida de eficiencia, no es descartable que las propias empresas opten por trasladar algunas fases de la producción a la propia matriz o a localizaciones más próximas, aprovisionarse en el mercado interno en mayor medida, diversificar sus fuentes de insumos o acumular mayores inventarios para evitar riesgos en la cadena de suministro.

⁷⁰ Véase WDR Report 2020, World Bank.

Dado que existen pocas dudas, desde el punto de vista de la teoría económica y la evidencia histórica, de que el comercio internacional tiene un efecto netamente positivo sobre el nivel de actividad y bienestar a escala global, nuestro país debería abstraerse, en la medida de lo posible, de adoptar estrategias proteccionistas que pudieran poner en riesgo el exitoso proceso de internacionalización seguido en los últimos años. Así, por ejemplo, desde la crisis financiera global, el peso de las exportaciones españolas en el PIB ha aumentado en aproximadamente 10 pp, lo que, sin duda, ha contribuido de forma notable a sostener el crecimiento económico de nuestro país.

Al mismo tiempo, es preciso reconocer que esta mayor exposición a los flujos comerciales internacionales nos hace relativamente más sensibles a una eventual coyuntura en la que se produjera una fuerte desaceleración del comercio internacional o de las CGV. Frente a este posible escenario adverso, sería aconsejable que nuestra economía desempeñe un papel de liderazgo, en el contexto europeo e internacional, en la defensa de un modelo comercial global basado en la libre competencia y en un entorno competitivo justo.



En todo caso, también sería recomendable que nuestro país planificase con tiempo una estrategia que nos permitiera estar preparados ante potenciales desarrollos adversos en este ámbito. En este sentido, el impacto de semejante escenario sería probablemente muy heterogéneo por sectores, en la medida en que hay grandes diferencias en cuanto a la vocación exportadora, a la participación en las CGV y al contenido importado de cada una de las ramas de la economía. Entre los sectores más expuestos estaría, sin duda, el sector del automóvil, que supone un 12% de las exportaciones españolas y es uno de los sectores más integrados en el comercio internacional. En cambio, dentro de las ramas de servicios, los servicios empresariales o el sector de la hostelería y restauración, que representan el 5% y el 6%, respectivamente, de las exportaciones, tienen una participación en las CGV relativamente más baja. En cualquier caso, estas ramas seguirán siendo muy sensibles a la mayor o menor recuperación que experimente la demanda mundial tras el Covid-19.

El proceso de digitalización

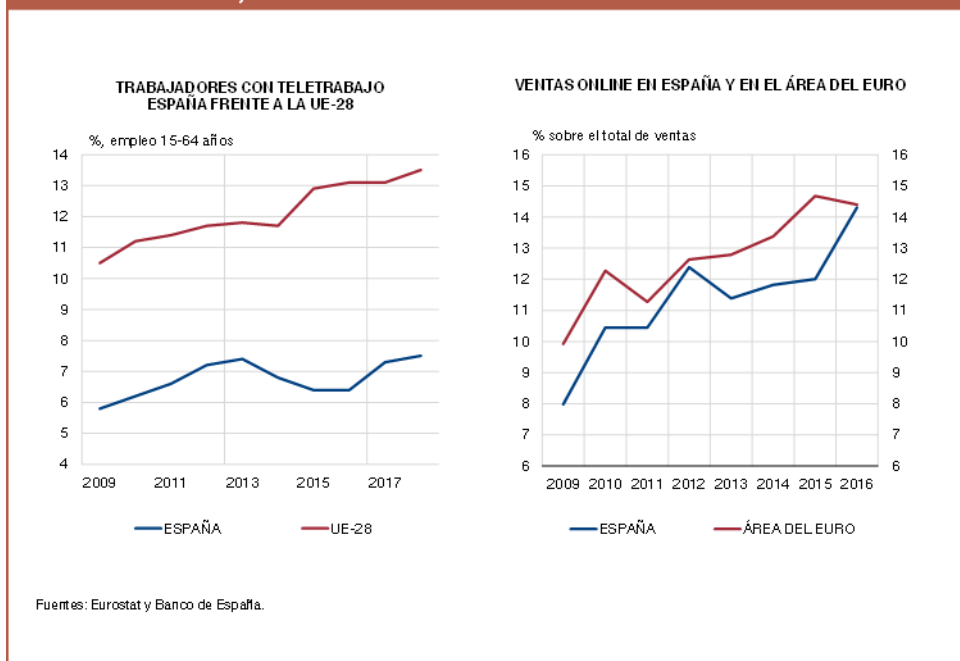
La crisis del Covid-19 también podría alterar significativamente el proceso de digitalización en el que la economía y la sociedad mundiales han estado inmersas en los últimos años. En este sentido, es indudable que la conectividad a través de Internet entre hogares, AAPP y empresas ha constituido una herramienta clave en los últimos meses para reducir el impacto de las medidas de contención de la pandemia que se han adoptado en la mayoría de los países. Esto ha sido especialmente visible en el ámbito laboral, donde se ha intensificado sensiblemente el recurso al teletrabajo; en el ámbito del comercio y del ocio, con la expansión de los canales *online*, y en el ámbito educativo, donde ha sido posible pasar de la docencia presencial a la virtual en un tiempo récord para los millones de estudiantes que habían visto suspendida la asistencia a sus centros escolares y universitarios.

Naturalmente, algunas de estas tendencias podrían revelarse como permanentes e incluso acelerarse en el medio plazo, especialmente las que pueden llevar aparejadas mejoras en la productividad o ahorros de costes. El hecho de que, en estos momentos, sea muy difícil valorar cuál podría ser la intensidad de este proceso y en qué medida algunos sectores, empresas o grupos poblacionales podrían verse perjudicados por esta transformación no debería ser óbice para empezar a trabajar en una estrategia que permita posicionar la economía española en estos ámbitos.

En este sentido, permítanme que ofrezca unas breves consideraciones sobre el teletrabajo y el comercio electrónico. La utilización del teletrabajo en España es todavía reducida en comparación con otras economías europeas. Así, mientras que en 2018 un 13,5% de los ocupados de entre 15 y 64 años trabajaba a distancia en la UE-28, esta ratio solo alcanzaba el 7,5% en España. Existe, por lo tanto, un potencial considerable para el desarrollo de esta forma de trabajo en nuestro país. En particular, un estudio reciente del Banco de España⁷¹ apunta a que, cuando se tienen en cuenta las características intrínsecas de cada ocupación, un 30% de los ocupados aproximadamente podría teletrabajar, al menos, ocasionalmente.

⁷¹ Véase B. Anghel, M. Cozzolino y A. Lacuesta (2020), "[El teletrabajo en España](#)", Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020, Banco de España.

EN LOS ÚLTIMOS AÑOS HA AUMENTADO EN ESPAÑA EL COMERCIO ONLINE Y EL TELETRABAJO; AUN EXISTE MARGEN PARA MÁS TELETRABAJO



Fomentar esta forma de trabajo exigirá, no obstante, potenciar sus aspectos positivos y tratar de mitigar sus posibles inconvenientes. En este sentido, es fundamental tener en cuenta que la posibilidad de trabajar desde casa y su potencial impacto en la productividad dependerán del tipo de trabajo, de la preparación de la empresa para permitir el desarrollo de esta actividad, y de la capacidad del propio empleado para trabajar en remoto. Como ya han puesto de manifiesto algunos estudios, si no se dan las condiciones adecuadas, la productividad del teletrabajo podría ser inferior a la del trabajo *in situ* (en la empresa)⁷². Además, el resultado de diferentes encuestas sugiere que, si bien los trabajadores en remoto suelen valorar positivamente el hecho de no perder tiempo en desplazamientos y la flexibilidad de poder trabajar en diferentes momentos y en diferentes lugares, también se han apreciado algunos efectos adversos en términos de salud laboral⁷³.

Es importante destacar también que un eventual desarrollo del teletrabajo presentará un impacto asimétrico sobre distintos grupos de trabajadores en el mercado laboral. En particular, el estudio del Banco de España al que hacía referencia anteriormente señala que los trabajadores con menor nivel educativo y los vinculados a actividades más elementales tendrán mayor dificultad para beneficiarse de esta forma de trabajar. Estas asimetrías deberían ser tenidas en cuenta, por tanto, en el diseño e implementación de las políticas activas de empleo a las que me he referido al hablar de los retos del mercado laboral.

Otra actividad que se ha desarrollado significativamente en los últimos años, pero especialmente en la actual coyuntura, es el comercio electrónico. Según Eurostat, en el área del euro la cuota de ventas a través de plataformas digitales se situó alrededor del 14%

⁷² Véase M. Morikawa (2020), *COVID-19, teleworking, and productivity*, VoxEU.org.

⁷³ Véase A. I. Tavares (2017), "Telework and health effects review", *International Journal of Healthcare*, vol. 3, n.º 2.

en 2016, habiendo subido más de 4 pp desde 2009. España no ha sido ajena a esta tendencia, alcanzando el mismo nivel que el promedio del área del euro.

No sería descartable que el avance que ha registrado el comercio electrónico en algunas parcelas durante el período de confinamiento pueda prolongarse —o incluso acelerarse— en el medio plazo. En este sentido, será fundamental entender las implicaciones de este proceso en términos de las dinámicas de competencia empresarial y de precios, aspectos en los que la evidencia empírica aún no ofrece respuestas concluyentes. Asimismo, sería necesario identificar de forma temprana cuáles podrían ser los potenciales ganadores o perdedores de este proceso y, si fuera necesario, desarrollar actuaciones que minimizaran eventuales efectos adversos sobre el tejido productivo o la demanda agregada. En todo caso, sería deseable que, en el marco de una estrategia de crecimiento integral, se desplegasen las actuaciones necesarias para evitar que este proceso, eminentemente global, pudiera acabar situando a la economía española en una posición de desventaja competitiva (por ejemplo, si se tiene en cuenta el elevado peso de las pymes en nuestro país). El punto de partida representa una cierta ventaja relativa, pues, entre otros aspectos, la sociedad española disfruta de una de las mejores redes de Internet de alta velocidad de Europa, y cuenta con una cobertura de un 91% de banda ancha en el conjunto del país⁷⁴. Mantener, y reforzar en la medida de lo posible, esta posición de partida favorable exige un esfuerzo colectivo a la economía y a la sociedad españolas para aprovechar las oportunidades que puedan generarse en el futuro próximo en este ámbito.

10 Impulsar la reforma de la gobernanza europea

Los retos de la economía española no pueden entenderse ni abordarse desde una perspectiva puramente nacional. Por un lado, algunos de estos retos son compartidos con el resto de las economías avanzadas, y particularmente con las europeas. Por otro lado, en un mundo profundamente interconectado, la capacidad de actuación de las autoridades nacionales y la efectividad de las intervenciones unilaterales son relativamente limitadas. Este es especialmente el caso en la UE y en el área del euro, donde, en muchos ámbitos, la escala óptima de actuación es la europea.

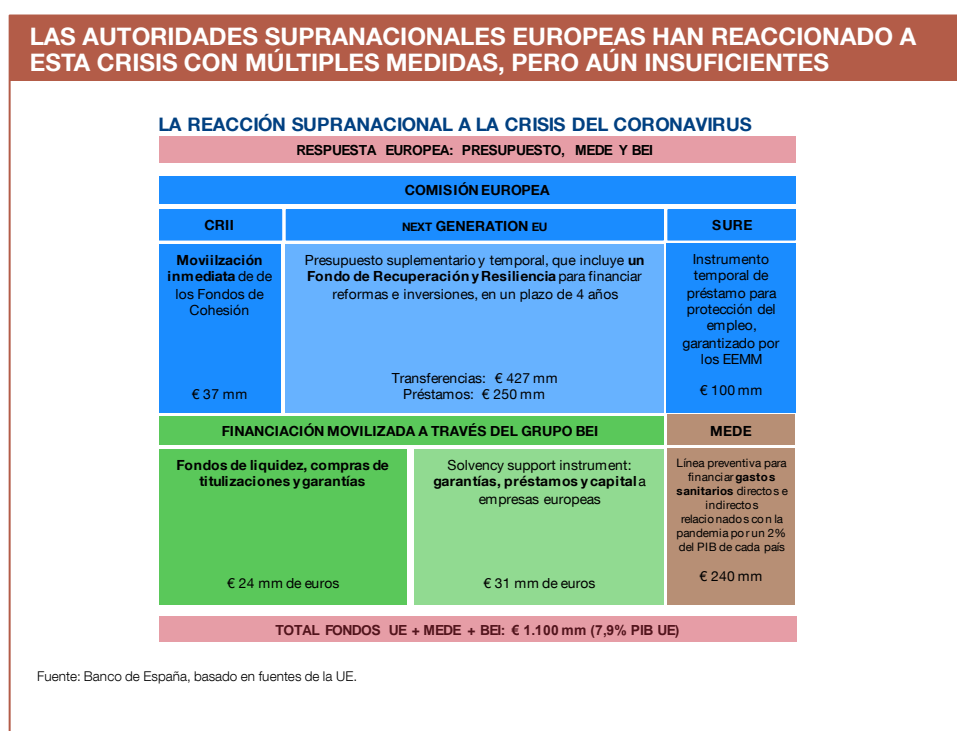
La naturaleza de la crisis actual justifica una actuación rápida y contundente del conjunto de la UE para asegurar la recuperación de la economía y reafirmar el proyecto europeo de progreso social y económico. La perturbación sanitaria que ha originado esta crisis tiene un origen exógeno y no está vinculada a la mayor o menor fortaleza, cíclica o estructural, de las economías que la han sufrido. A pesar de ello, su impacto económico está siendo muy desigual entre los distintos países europeos. Y, en gran medida, esta asimetría en el impacto es consecuencia del patrón de especialización productiva que se ha desarrollado en cada uno de ellos como consecuencia del propio funcionamiento del mercado único. En este sentido, proteger el mercado único significa, también, evitar una excesiva divergencia económica entre los socios.

Diseñar y aplicar adecuadamente el fondo de recuperación europeo

⁷⁴ Según la CNMC, en 2018 la penetración de la telefonía móvil en España era de 116,1 líneas por 100 habitantes y la de la banda ancha móvil de 98,6 líneas por 100 habitantes.

Entre abril y mayo, el Consejo de la Unión Europea aprobó importantes medidas de gestión de la crisis en el corto plazo, que permitirán mitigar, sin duda, parte de los costes económicos asociados a ella. Además, en la última semana de mayo, la Comisión Europea propuso un nuevo presupuesto europeo temporal, para el período 2021-2027, cuyo objetivo se centrará en la financiación de inversión y reformas con un horizonte de medio y largo plazo. Esta iniciativa, de llegar a aprobarse, sería un primer paso para que la UE desempeñe un papel más relevante en la respuesta de política fiscal a lo largo del ciclo económico. Semejante estrategia permitiría aprovechar las externalidades positivas que se derivan de las actuaciones coordinadas entre países⁷⁵, frente a la implementación de un amplio abanico de medidas nacionales poco coordinadas.

Permítanme que examine algunas de las características de este fondo europeo y que detalle qué elementos pueden ser aún susceptibles de mejora, para lo que me apoyaré en distintas piezas de análisis que se han elaborado en el Banco de España y en algunos de los planteamientos que han resultado del debate más puramente académico sobre estos asuntos.



En primer lugar, desde el punto de vista de la financiación de este fondo, considero particularmente acertado que se aproveche la capacidad común de endeudamiento, a través del presupuesto de la UE, que es muy superior a la de la suma de las capacidades de endeudamiento de cada uno de los Estados miembros por separado. Además, esta se vería muy potenciada en la coyuntura actual como consecuencia del entorno de tipos de interés históricamente reducidos.

Como ya he expresado en otras ocasiones, los beneficios de la emisión de deuda conjunta para la UE no se circunscriben únicamente al ámbito fiscal, ni únicamente a los países más

⁷⁵ Véase Ó. Arce, S. Hurtado y C. Thomas (2016), "Policy Spillovers and Synergies in a Monetary Union", *International Journal of Central Banking*, vol. 12, n.º 3, pp. 219-277.

endeudados. Junto con el ahorro en los costes financieros que podría derivarse de la utilización del presupuesto comunitario para captar recursos financieros, la creación de un activo seguro común permitiría reducir, además, el vínculo soberano-bancario y mejoraría la integración financiera dentro de la UE y, más en concreto, en el área del euro. Asimismo, aumentaría la capacidad para diversificar riesgos dentro de la UE, ya que, en caso de crisis, los movimientos de capitales, que suelen dirigirse hacia las referencias más seguras, podrían orientarse también hacia el activo común y no exclusivamente hacia la deuda soberana de los países con una mayor calificación crediticia. En un contexto en el que los activos seguros denominados en euros son relativamente escasos, la disponibilidad de este nuevo activo seguro también proporcionaría incentivos a la inversión internacional y contribuiría a reforzar el papel internacional del euro.

En segundo lugar, en términos del mandato de este fondo, considero que sus recursos deberían poder canalizarse tanto a las necesidades nacionales de la crisis actual, como a la financiación de retos comunes de todos los países de la UE. Naturalmente, la asignación de dichos recursos tendría que ir acompañada de una gobernanza clara y transparente, incluyendo condiciones como las propuestas por la Comisión Europea, vinculadas a los objetivos estratégicos de la UE y al refuerzo de la capacidad de crecimiento de los países.

Sin embargo, la propuesta actual está centrada en el medio y largo plazo, por lo que, en conjunto, e incluso teniendo en cuenta mecanismos de liquidez como el SURE o la línea de crédito aprobada por el MEDE, continúa existiendo una desconexión entre las elevadas necesidades de financiación del gasto público relacionado directamente con la pandemia y los fondos europeos puestos a disposición de los países para financiarlo. Para cubrir esta brecha, sería conveniente que el fondo tuviese un mayor tamaño y una capacidad de actuación más ágil, sin los retardos inherentes a la proposición, aprobación y puesta en marcha de proyectos de inversión pública⁷⁶.

En tercer lugar, en cuanto a la manera en la que los recursos del fondo deben asignarse entre los Estados miembros, la asignación propuesta, que incluye un componente importante de transferencias, supondría un gran paso adelante para la UE, ya que significaría que una parte del coste de la recuperación se repartiría entre los socios. Para ello, en todo caso, es necesario que estas transferencias sean de un tamaño suficiente y que los países las reciban en los momentos en los que su economía se encuentra en una situación de mayor fragilidad. Si la aprobación del fondo europeo por parte de las instituciones se retrasa excesivamente y, más tarde, deben liberarse los recursos en función de los proyectos de inversión propuestos, la capacidad para proporcionar una compartición de riesgos en el momento de necesidad actual se vería reducida.

Avanzar en la creación de una unión fiscal

Más allá del importante paso que supondría disponer de un fondo de recuperación de estas características, financiado con deuda europea, esta crisis ha demostrado que la profundización de la UE debe pasar, irrevocablemente, por un mayor peso de los sistemas supranacionales, y por una ampliación y flexibilización del presupuesto de la UE. En la medida en que los retos de futuro de las economías europeas son necesariamente

⁷⁶ Véase Ó. Arce, I. Kataryniuk, P. Marín y J. Pérez (2020), *Reflexiones sobre el diseño de un Fondo de Recuperación europeo*, Documentos Ocasionales, n.º 2014, Banco de España.

compartidos, sería razonable que se financiaran de forma compartida. En este sentido, la expansión de los recursos de la Unión tendría que pasar por un mayor peso de los impuestos europeos. Existen muchas alternativas, como, por ejemplo, eventuales impuestos sobre la economía digital o las actividades más contaminantes para lograr la descarbonización de la economía. El hecho de que la base impositiva de estos impuestos potenciales tenga la capacidad de desplazarse entre países con relativa facilidad ya justificaría, en sí mismo, un alto grado de coordinación, como mínimo, a escala europea.

En cualquier caso, y aunque no debemos dejar de ser ambiciosos, el avance hacia una Unión Fiscal genuina debe contemplarse, seguramente, más como un objetivo de medio plazo que como una prioridad inmediata. No debe olvidarse que el fondo europeo propuesto es de un tamaño modesto comparado con la economía de la UE en su conjunto y tiene una naturaleza temporal. En este sentido, en el corto plazo, debería aprovecharse el impulso de los acuerdos recientes para crear, también, nuevos instrumentos europeos, de carácter permanente, que permitan una mayor compartición de riesgos. Un seguro de desempleo paneuropeo que completara los nacionales sería un candidato natural, con la aspiración de ser automático (basado en los derechos individuales de los trabajadores afectados) y permanente (y, por tanto, predecible, y no ligado a acuerdos políticos *ad hoc*).

Reformar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento Europeo

Por otro lado, existe también la necesidad de una profunda revisión del marco fiscal europeo para mejorar el diseño y la coordinación de las políticas fiscales nacionales en la unión económica y monetaria. No podemos olvidar que, precisamente en una unión monetaria, la política fiscal constituye el principal instrumento de que dispone un país para abordar perturbaciones asimétricas. De ahí que, más allá de la creación de instrumentos fiscales comunes de estabilización macroeconómica a los que me acabo de referir, resulta crucial que cada economía mantenga una política fiscal de carácter contracíclico que en las fases expansivas genere márgenes de maniobra suficientes para hacer frente a las situaciones adversas.

Con este propósito se diseñó el PEC. Además, el cumplimiento de este marco de reglas y procedimientos presupuestarios resulta esencial para la estabilidad macroeconómica de la UEM. En efecto, en la UEM las consecuencias de las acciones en materia fiscal son de responsabilidad exclusiva de los países, lo que llevó a incluir en el tratado una cláusula de no rescate (*no bail out*), por la que se descartaba la posibilidad de que la deuda pública de un Estado miembro fuera asumida por el conjunto del área. El principal objetivo de esta cláusula consistía en que los mercados financieros desempeñaran un papel disciplinador a través de la exigencia de primas de riesgo distintas para cada país dependiendo de la situación de sus economías nacionales. Sin embargo, en paralelo se fijaron unos límites al déficit y la deuda públicos de los Estados, complementados en el PEC, cuya justificación nace de asumir que los mercados financieros no siempre actúan como elemento disuasorio de las políticas inadecuadas y que la cláusula de *no bail out* podía no ser completamente creíble, dado que es posible que las situaciones de insostenibilidad fiscal de un país tengan repercusiones negativas sobre el resto y generen tensiones sobre el conjunto de la Unión que acaben haciendo más deseable para esta última acudir en ayuda de los países en dificultades.

Este marco de reglas fiscales es el resultado de un conjunto de reformas sucesivas orientadas, en algunos casos, a asegurar la capacidad de respuesta de la política fiscal frente a perturbaciones adversas –como la reforma de 2005 o la introducción de criterios de flexibilidad en 2015– y, en otros, a fomentar la disciplina fiscal –introducción de la regla de gasto y la de sanciones, operatividad del criterio de deuda, etc. –.⁷⁷ Y a todo ello se añade un conjunto de acuerdos sobre cómo interpretar las reglas existentes, que en general tratan de clarificar aquellos aspectos que más tensiones han suscitado entre la Comisión Europea y el Consejo, y que se plasman en un documento, el vademécum del PEC, cuyas más de 200 páginas ilustran la complejidad de todo este marco.

Pese a todas estas reglas y procedimientos, el Pacto no ha sido capaz de contribuir al diseño de unas políticas fiscales de carácter contracíclico. Su excesiva complejidad, con reglas que en ocasiones se superponen y con procedimientos que se prestan a la discrecionalidad, provoca que resulte poco transparente y difícil de comunicar al público general, lo que no facilita su implementación. Esta complejidad hace también más probable su aplicación inconsistente entre países y a lo largo del tiempo, lo que daña su legitimidad y credibilidad. De ahí que urja la necesidad de llevar a cabo una profunda revisión del marco fiscal vigente.

En este sentido, existe un amplio consenso en que la reforma debería ir dirigida a reducir el número de reglas en torno a un único objetivo, la reducción de la deuda, y una regla operativa, la regla de gasto que garantice que el gasto público no excede el crecimiento del PIB nominal a largo plazo y que se sitúa por debajo de él en el caso de los países con elevados niveles de deuda⁷⁸. La ventaja de la existencia de una regla de gasto es que ejerce control sobre aquella variable en la que, con mayor frecuencia, se producen las desviaciones en la ejecución presupuestaria. Además, con ella se favorece que los ingresos de carácter extraordinario que se generan con frecuencia en los períodos expansivos no se dediquen a financiar incrementos permanentes del gasto, sino a generar márgenes de maniobra para hacer frente a situaciones adversas. Frente a aquellos que argumentan que esta regla puede dificultar la respuesta de la política fiscal durante crisis severas que requieran medidas expansivas, este marco podría incorporar cláusulas de escape claras y transparentes que introduzcan la flexibilidad necesaria en caso de perturbaciones graves.

Con todo, no se puede esperar que, por sí solo, un sistema de reglas sea suficiente para garantizar el giro radical que necesita el diseño de las políticas fiscales europeas en cada país. Las estimaciones disponibles a partir de la experiencia de los países que introdujeron reglas de gasto en los años anteriores a la entrada en la UEM sugieren que dicha introducción solo tuvo un impacto diferencial en aquellas economías que contaban ya con una gobernanza institucional que contribuía a una discusión más transparente de los planes presupuestarios y de sus implicaciones. En este sentido, más allá de la simplificación del marco fiscal, también sería necesario avanzar hacia una mayor automaticidad en su implementación, que evite su aplicación excesivamente discrecional. Asimismo, este mayor automatismo en la operativa de la regla puede conectarse con el funcionamiento de las autoridades fiscales independientes nacionales o con el Consejo Fiscal Europeo, de manera

⁷⁷ Véase P. Hernández de Cos (2014), “El nuevo marco de gobernanza fiscal europeo”, *Papeles de Economía Española*, 141, pp. 66–83; y P. Hernández de Cos (2017), “Reglas e instituciones para la gobernanza fiscal en Europa”, *Anuario del Euro 2017, Un futuro para la Unión Monetaria*, pp. 237–257, *Fundación ICO*.

⁷⁸ Véanse la propuesta del European Fiscal Board (2018), *Annual Report*, Brussels; y Z. Darvas, P. Martin y X. Ragot (2018). «European Fiscal Rules require a major overhaul», *Bruegel Policy Contribution*, 18.

que se podría otorgar a estas instituciones la competencia del seguimiento y la evaluación del grado de cumplimiento de las reglas y, en su caso, de la activación de los mecanismos de ajuste automático.

Culminar la Unión Bancaria

En el ámbito de las reformas de la arquitectura financiera europea, destacan las relativas a la culminación de una Unión Bancaria plena en el área del euro, cuya pieza principal pendiente de aprobación es un Fondo de Garantía de Depósitos europeo plenamente mutualizado. En este sentido, no está de más volver a reiterar que el canal financiero, y el crediticio en particular, debería de ser uno de los canales de compartición de riesgos entre los agentes privados de la economía europea que complementen y refuercen los canales públicos que he mencionado anteriormente. Además, estos canales privados son particularmente importantes en episodios de profunda contracción económica, en la medida en que mitigan la posibilidad de que dichos episodios presenten un componente de inestabilidad financiera que no haría más que prolongarlos y agravarlos.

En nuestra opinión, un anuncio temprano de un compromiso creíble para la culminación plena de la Unión Bancaria, aunque esta se produzca en un futuro más lejano, supondría una contribución decisiva para garantizar la estabilidad financiera en el área del euro, tanto en los próximos meses como en un horizonte de medio plazo.

En segundo lugar, los Estados miembros de la UE deberían avanzar rápidamente para alcanzar un acuerdo que permita crear un procedimiento común europeo para la liquidación administrativa de las entidades de crédito. Este procedimiento se beneficiaría de los instrumentos desarrollados para la resolución de entidades de crédito, con el fin de maximizar el valor de realización de los activos financieros que componen el grueso de los balances bancarios. En España, la experiencia reciente demuestra la poca eficiencia en términos de plazos y de valor recuperado del actual procedimiento concursal para entidades de crédito. Por ello, sería conveniente avanzar en la determinación de un mecanismo administrativo para la liquidación de entidades de crédito que maximice la preservación de valor y reduzca los plazos y los costes del actual procedimiento concursal.

Profundizar en el desarrollo de una Unión de Mercados de Capitales

También debe avanzarse en la reducción de las barreras institucionales y regulatorias que impiden que exista una verdadera Unión de Mercados de Capitales en la región. Y es importante entender el porqué de esta necesidad. Permítanme que lo ilustre con un caso muy concreto, de particular relevancia para la economía española. En el curso de mi intervención he señalado que uno de los principales retos que debe abordar nuestro país es cerrar la brecha en capital humano y tecnológico que mantenemos con otras economías de nuestro entorno. Para ello es necesario incrementar la cuantía de las inversiones, públicas y privadas, en I+D+i. No obstante, financiar este tipo de actividades supone un desafío en sí mismo. No solo porque su rendimiento suele presentar un mayor riesgo relativo, sino porque la naturaleza específica de los activos intangibles que se generan con estas inversiones dificulta su uso como colateral. Todo ello hace que la deuda no sea el instrumento más adecuado para financiar la innovación y que las empresas innovadoras que agotan sus fuentes internas de financiación suelen recurrir a los mercados de capitales

y, más en concreto, al capital-riesgo (*venture capital*) para obtener los fondos necesarios con los que desarrollar estas actividades. De aquí la extraordinaria relevancia de las distintas iniciativas de la Unión de los Mercados de Capitales de la UE que tratan de desarrollar estos mercados. Más si cabe para la economía española, que, al estar relativamente muy bancarizada y disponer de una industria del capital-riesgo menos desarrollada que, por ejemplo, los países anglosajones, se encuentra en una situación de desventaja para financiar actividades de I+D+i que impulsen el crecimiento de nuestra productividad.

Avanzar hacia una verdadera Unión de los Mercados de Capitales en Europa requiere, en primer lugar, un compromiso político claro y firme de las autoridades nacionales con este proyecto común. En caso contrario, como ha sucedido en el pasado, los intereses nacionales por defender las reglas y estructuras internas impedirán que se puedan producir los avances que son necesarios para mejorar la eficiencia e integración de los mercados de capitales europeos. Alcanzar este objetivo exigirá, en segundo lugar, un plan detallado y riguroso de las actuaciones que es necesario implementar. Precisamente con el objetivo de diseñar un plan de este tipo, la Comisión Europea formó un grupo de expertos internacionales a finales de 2019, el *High Level Forum on Capital Markets Union*⁷⁹. El informe final de este grupo, publicado este mismo mes, debería servir de punto de partida para avanzar de forma decidida en la integración de los mercados de capitales europeos. En particular, este informe presenta, de forma relativamente granular y con un calendario temporal detallado, 17 grupos de medidas estrechamente relacionadas que deberían abordarse sin demora para eliminar los principales obstáculos que, en las últimas décadas, han impedido a las entidades financieras europeas aumentar la escala de sus operaciones, especialmente a nivel transfronterizo, han reducido el atractivo de los mercados europeos para los inversores internacionales y han limitado la capacidad de competir globalmente de las entidades financieras de la región. En términos generales, las actuaciones propuestas persiguen aumentar la confianza de los ciudadanos europeos en los mercados de capitales, simplificar las reglas existentes y abordar sus efectos indeseados, reducir la incertidumbre legal (especialmente, de las operaciones transfronterizas), mejorar el acceso a la información y reducir su coste, incentivar el uso de las tecnologías digitales y revisar las barreras a la inversión. Como ya he mencionado, solo será posible avanzar en el desarrollo de este plan si, en primer lugar, las autoridades nacionales muestran un grado de ambición y compromiso que se aproxime a la magnitud de la disfuncionalidad que supone, para la economía europea, la actual falta de integración de nuestros mercados financieros.

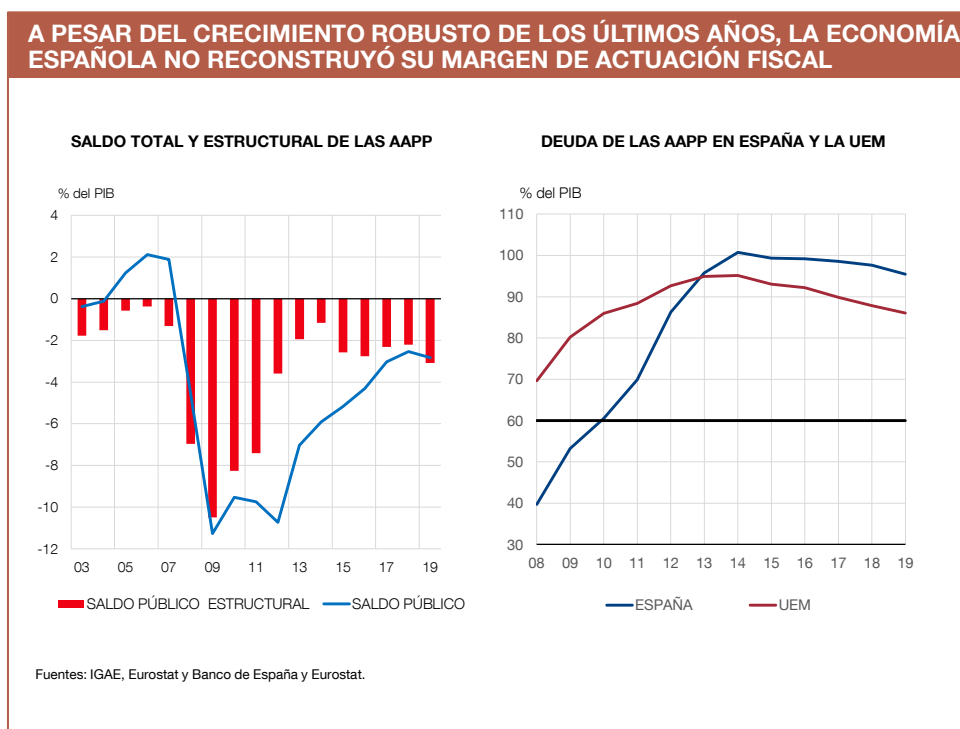
11 Garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas

La pandemia de coronavirus ha golpeado la economía española en un momento en el que las cuentas de las AAPP todavía mostraban algunos elementos de vulnerabilidad relevantes.

En efecto, en los últimos años, a pesar de exhibir un crecimiento robusto e ininterrumpido, la economía española no ha reconstruido su margen de actuación fiscal, mermado muy sensiblemente a raíz de la crisis anterior. De hecho, tras varios años de descensos, el déficit del conjunto de las AAPP se incrementó hasta el 2,8% del PIB en 2019. En términos

⁷⁹ Véase [High Level Forum on Capital Markets Union](#) y [Final report of the High Level Forum on the Capital Markets Union - A new vision for Europe's capital markets](#).

estructurales, es decir, una vez descontado el efecto del ciclo económico, el desequilibrio de las cuentas públicas también aumentó hasta situarse por encima del 3% del PIB en 2019, según las estimaciones del Banco de España. De esta manera, puede decirse que no ha habido avances reseñables en la disminución del déficit público estructural desde 2015, y que toda la corrección del desequilibrio presupuestario desde ese año se habría debido únicamente a la mejora de la posición cíclica de la economía y al menor gasto por intereses de la deuda.



Por su parte, la ratio de deuda pública sobre el PIB se situó en el 95,5% a finales de 2019, solo 5,2 pp por debajo del máximo histórico alcanzado en 2014, y muy por encima del valor de referencia del 60% del marco actual de reglas fiscales europeas y de la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera.

Estos desarrollos han configurado un punto de partida para las finanzas públicas menos robusto que el de otros países europeos para hacer frente a la crisis del Covid-19.

En cualquier caso, como he sostenido en otras ocasiones, la respuesta de política económica a esta crisis exige, a corto plazo, una actuación decidida en materia fiscal. Al sostener las rentas de los hogares y las empresas en el corto plazo, una respuesta fiscal ágil y contundente permitirá evitar un deterioro más persistente de la capacidad de crecimiento de la economía y favorecerá una recuperación económica más rápida y sólida una vez superada la pandemia.

En todo caso, debe reconocerse que las medidas fiscales adoptadas para paliar los efectos de la pandemia, el inevitable deterioro del entorno macroeconómico y la actuación de los estabilizadores automáticos incidirán muy negativamente en las cuentas públicas. En particular, como señalé con anterioridad, en los escenarios contenidos en las últimas previsiones del Banco de España se prevé un aumento muy significativo del déficit y de la

deuda en 2020, que solo se moderaría ligeramente en los años siguientes a medida que decaigan las medidas temporales implementadas para paliar la crisis del Covid-19 y, a la vez, se recupere gradualmente la actividad económica. Aun así, en 2022 el déficit de las AAPP se situaría todavía en niveles muy elevados, mientras que la deuda se reduciría muy ligeramente con respecto a los registros estimados para este año.

Tras la pandemia, por tanto, al igual que sucederá en otros países de nuestro entorno, nos encontraremos con el mayor nivel de deuda pública en muchas décadas. La persistencia en el tiempo de unos niveles de deuda pública tan elevados como los que acabo de mencionar reduciría los márgenes de actuación contracíclicos de los que dispone la política fiscal para hacer frente a perturbaciones macroeconómicas adversas y expondría a la economía española a una situación de vulnerabilidad crónica ante cambios en el sentimiento inversor de los mercados financieros. Además, un elevado endeudamiento público puede llegar a lastrar la capacidad de crecimiento de la economía, en la medida en que puede afectar a sus condiciones agregadas de financiación y distorsionar las decisiones de inversión del sector privado.

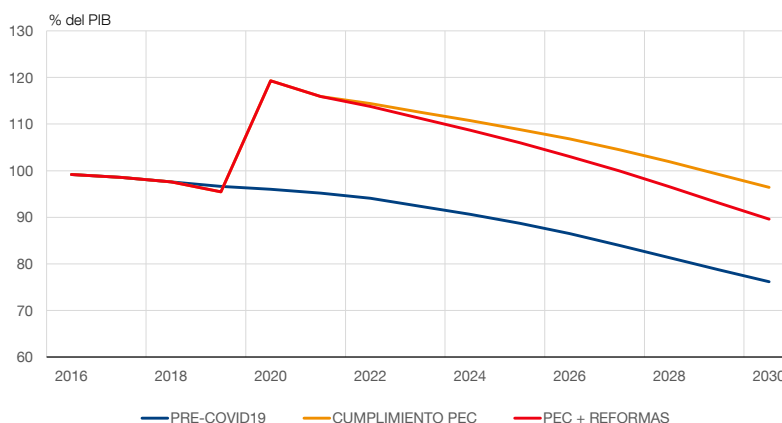
Por lo tanto, si bien en el corto plazo la respuesta a la crisis sanitaria debe acompañarse de medidas fiscales decididas para amortiguar su impacto, es necesario que en el medio plazo se acometan reformas de calado con objeto de garantizar la sostenibilidad de las cuentas públicas y reducir el endeudamiento.

La magnitud del reto en este ámbito de las finanzas públicas se pone claramente de manifiesto al considerar la posible evolución de la deuda pública en un horizonte temporal amplio. Así, si se ancla el proceso gradual de consolidación presupuestaria por las prescripciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) y se asume como premisa central que, una vez que los efectos de la crisis ya se hayan disipado, se alcanza una reducción anual del déficit estructural del 0,5% del PIB hasta alcanzar un saldo público estructural equilibrado, se puede estimar que, bajo determinados supuestos razonables⁸⁰, la deuda pública sobre el PIB tendería a reducirse progresivamente en cualquiera de los escenarios del Banco de España antes esbozados. En particular, bajo estos supuestos, la ratio de deuda pública sobre el PIB podría reducirse de forma gradual durante el período, hasta situarse, en el escenario de recuperación gradual, por debajo del 100% al finales de 2030.

⁸⁰ En concreto, se asume que el crecimiento potencial de la economía se sitúa algo por encima del 1%, el deflactor del PIB converge hacia el 2% a partir de mediados de esta década y los tipos de interés medios de la deuda repuntan solo moderadamente desde los niveles actuales.

RECONducIR EL ENDEUDAMIENTO DE LAS AAPP EXIGE UN AMBICIOSO PROGRAMA DE CONSOLIDACIÓN FISCAL A MEDIO PLAZO

SENDAS SIMULADAS DE LA DEUDA PÚBLICA EN EL ESCENARIO DE RECUPERACIÓN GRADUAL BAJO CIERTOS SUPUESTOS



Fuente: Informe de Proyecciones Macroeconómicas de la economía española (2020-2022) del Banco de España.

Reconducir el endeudamiento de las AAPP a una senda coherente con el cumplimiento de los compromisos derivados del PEC exige un ambicioso programa de consolidación fiscal plurianual, que se enmarque dentro de una estrategia global de crecimiento, y que persiga mejorar la calidad de las finanzas públicas y vincule a todas las administraciones con competencias en este ámbito. Este programa debería articularse en torno a una definición detallada de los objetivos presupuestarios que se desean alcanzar, y de los plazos y medidas que serán necesarios para su consecución. Asimismo, el programa de ajuste debería estar basado en una previsión prudente de la evolución macroeconómica e incluir un plan riguroso de respuesta temprana ante posibles desviaciones con respecto a los objetivos.

Además, a pesar de que en el corto plazo no cabe una retirada prematura de las medidas fiscales de emergencia, pues esto aumentaría el riesgo de que el crecimiento económico sufriera daños más duraderos, un anuncio temprano de una estrategia de reducción de los desequilibrios fiscales para su implementación posterior tendría importantes beneficios para la credibilidad de nuestra política económica y permitiría potenciar los efectos expansivos de las actuaciones fiscales actuales.

Por supuesto, los detalles concretos de esta necesaria revisión del marco fiscal vigente deben decidirse en el ámbito político, de forma que se ponderen adecuadamente las diversas preferencias de nuestra sociedad sobre el nivel y la composición de los gastos y los ingresos públicos. No obstante, con independencia de la forma concreta en que la política presupuestaria dé respuesta a dichas preferencias fiscales de la sociedad española, existen varios elementos básicos que, en nuestra opinión, deberían formar parte de cualquier estrategia de consolidación fiscal, a los que pasaré a referirme a continuación.

Naturalmente, el proceso de ajuste fiscal requerirá, ineludiblemente, que el nivel de gasto público en nuestro país se adecue al nivel de los ingresos públicos, o a la inversa. Y este

matiz es importante: podemos optar por reducir el gasto, por aumentar los ingresos o por una combinación de ambas estrategias; pero cuadrar los unos con los otros, desde una perspectiva temporal amplia, no es optativo.

Además, la composición del ajuste entre los ingresos y los gastos resulta determinante para minimizar los efectos adversos sobre el crecimiento económico de una consolidación fiscal. Como en tantos otros ámbitos de la política económica, en el relativo a la composición de los ingresos y gastos públicos, no existe un único canon universalmente aceptado como óptimo, si bien, las comparaciones internacionales con aquellas economías más relevantes para nosotros —aquellas con las que compartimos una estructura económica más parecida, los mismos mercados e incluso, en el caso de la UEM, la moneda— ofrecen, en nuestra opinión, un punto de partida útil.

Por el lado de los gastos, deben realizarse distintas consideraciones que pueden condicionar su evolución en el futuro y que ilustran el reto al que nos enfrentamos. Por una parte, el incremento de la deuda pública previsto como resultado de la actual crisis provocará, también, un aumento de la carga de intereses. Asimismo, es probable que la pandemia aumente la demanda estructural de un capítulo de gasto básico para el bienestar como es el sanitario. Este mismo gasto, junto con el asociado al cuidado de los mayores y, sobre todo, el gasto en pensiones sufrirán también presiones al alza como consecuencia del fenómeno del envejecimiento poblacional, en particular si se adopta como definitiva la suspensión de la aplicación del índice de revalorización de las pensiones y se elimina el factor de sostenibilidad. Me referiré a esta cuestión con mayor detalle más adelante. Además, la reciente aprobación del ingreso mínimo vital supone un aumento del gasto permanente, estimado oficialmente en alrededor de 3.000 millones de euros anuales.

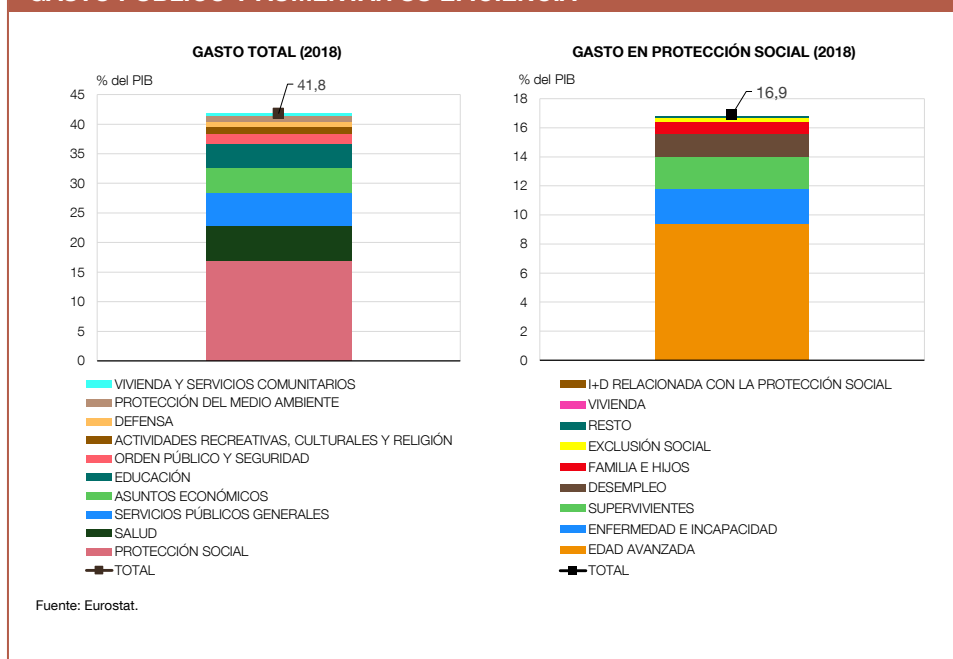
Finalmente, como subrayaba previamente, la inversión en capital humano y tecnológico es uno de los principales determinantes de la productividad y de la capacidad de crecimiento a largo plazo de una economía⁸¹. A pesar de ello, en España la inversión pública en estas partidas es reducida, por lo que parecería deseable preservar los recursos destinados a estos capítulos presupuestarios. El cambio climático y la transición hacia una economía más sostenible supondrán también un impacto significativo sobre algunos gastos⁸².

En un contexto de corrección necesaria de los desfases presupuestarios, resulta, por tanto, prioritario someter a una revisión exhaustiva los distintos capítulos presupuestarios de gasto con el objetivo de identificar aquellas áreas en las que existe margen para una mejora de eficiencia, como viene haciendo la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) en los últimos años.

⁸¹ Véanse, entre otros, J. Fournier (2016), *The Positive Effect of Public Investment on Potential Growth*, OECD Economics Department Working Papers, n.º 1347, OECD Publishing, París, European Commission (2017), *Government investment in the EU: the role of institutional factors, Report on Public Finances in EMU 2017*, pp.133-186.

⁸² La Comisión Europea estima, por ejemplo, que alcanzar los objetivos climáticos de la UE en 2030 requerirá una inversión anual adicional, por parte del sector público y privado, equivalente al 1,5% del PIB europeo. Véase Comisión Europea (2019).

SERÁ NECESARIA UNA REVISIÓN EXHAUSTIVA DE TODAS LAS PARTIDAS DE GASTO PÚBLICO Y AUMENTAR SU EFICIENCIA

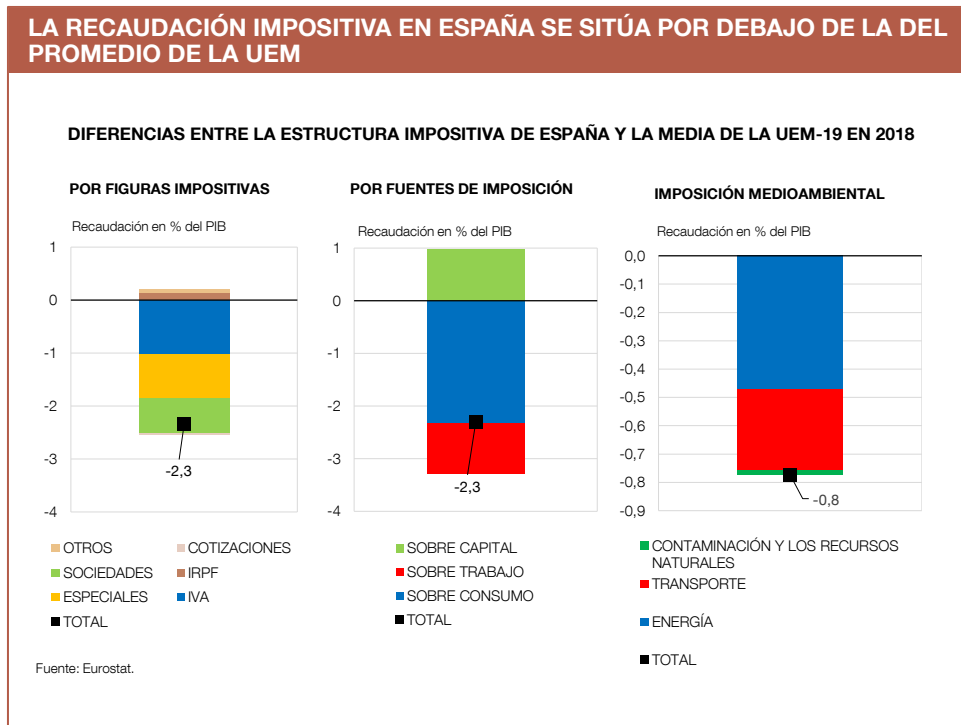


Como subrayaba en mi introducción, este análisis riguroso de la eficiencia del gasto debe enmarcarse en una estrategia de evaluación continua y minuciosa de las políticas públicas. En este sentido, las conclusiones de la primera fase de la revisión del gasto público que publicó la AIReF el pasado año ponen de manifiesto la existencia de un margen amplio de mejora en componentes tan relevantes del gasto como el gasto farmacéutico, las subvenciones o las políticas activas de empleo. Es importante que las recomendaciones ya emitidas por la AIReF, junto con las que resulten de las siguientes fases del proceso de revisión actualmente en marcha, se tomen en cuenta cuanto antes en el proceso presupuestario.

Por el lado de los ingresos, la recaudación impositiva en España, incluyendo los ingresos por cotizaciones sociales, es inferior a la del promedio de la UEM en unos 2 pp⁸³. En torno al 40% de esa diferencia se explica por los menores ingresos del IVA en España, consecuencia del mayor porcentaje de bienes de consumo tasados al tipo reducido o superreducido. Por su parte, la recaudación derivada del impuesto sobre sociedades y de los impuestos especiales representa, en ambos casos, en torno a un 30% de la diferencia. En el caso de los impuestos especiales, destaca el papel de la imposición medioambiental, donde la brecha de recaudación entre el promedio de la UEM y España alcanza los 0,8 pp de PIB, fundamentalmente como consecuencia de la baja imposición sobre los hidrocarburos y sobre el transporte en nuestro país. Finalmente, el IRPF y las cotizaciones sociales no contribuyen significativamente a la brecha recaudatoria con la UEM, si bien es

⁸³ En este sentido, si se utiliza como referencia el cociente entre la recaudación total y el PIB, este se situó en 2018 (último año para el que se dispone de información tributaria comparable para los países de la UEM) en aproximadamente el 35% en España, unos 6 pp por debajo del nivel alcanzado en el conjunto del área del euro, diferencia que se reduce a unos 2 pp cuando se considera la media aritmética de los distintos países. Para una descripción detallada de la estructura del sistema fiscal español en comparación con la de otras economías de la Unión Europea, véase D. López-Rodríguez y C. García Ciria (2018), *Estructura impositiva de España en el contexto de la Unión Europea*, Documentos Ocasionales, n.º 1810, Banco de España.

cierto que las cotizaciones sociales que recaen sobre los empleadores en España son superiores al promedio europeo.



En un contexto más general, un elemento distintivo de la fiscalidad española, susceptible de reconsideración, es el elevado nivel de beneficios fiscales existente. Estos beneficios, derivados de la presencia de numerosas exenciones, deducciones y tipos especiales reducidos, generan pérdidas importantes de recaudación, y distorsionan la eficiencia y la equidad del sistema impositivo. Los resultados que arroje la segunda fase del proceso de revisión del gasto público que está llevando a cabo la AIREF, que incluye explícitamente el análisis de los beneficios fiscales⁸⁴, supondrán una contribución importante de cara a este proceso necesario de revisión integral de la eficiencia del sistema impositivo.

En la actualidad, está teniendo lugar la tramitación parlamentaria de los proyectos de ley para la introducción de dos nuevas figuras impositivas, que recaen, respectivamente, sobre algunas transacciones financieras y sobre la prestación de servicios digitales en España. La capacidad recaudatoria de estas u otras nuevas figuras impositivas se verá condicionada, entre otros factores, por el grado de coordinación fiscal en estas áreas a escala internacional. En particular, el alto grado de integración internacional de nuestra economía, en un contexto en el que algunas bases imponibles pueden desplazarse con una relativa facilidad entre jurisdicciones, sugiere la conveniencia de alcanzar un cierto grado de coordinación con el resto de los países en la introducción de ciertos impuestos para evitar la aparición de desventajas competitivas y la deslocalización de ciertas tareas, con el consiguiente impacto negativo sobre la actividad económica desarrollada en nuestro país y, por tanto, sobre los ingresos fiscales.

⁸⁴ El Consejo de Ministros del 14 de diciembre de 2018 encargó a la AIREF la segunda fase del proceso de revisión del gasto público, centrada en el análisis de los beneficios fiscales y del gasto hospitalario (de próxima publicación).

En el caso del nuevo impuesto sobre la prestación de servicios digitales, según recoge el proyecto de ley, las negociaciones actualmente en curso a escala internacional, bajo los auspicios de la OCDE, deberían servir para fijar unas condiciones comunes mínimas para una eventual introducción ordenada de esta figura impositiva, al menos en el ámbito de las principales economías avanzadas, que se transpondrán a la legislación española una vez que se aprueben. Este esfuerzo de coordinación internacional también es relevante de cara a la introducción de nuevos tributos en otros ámbitos, como el de la fiscalidad medioambiental o el que pueda recaer sobre la actividad de algunas empresas multinacionales.

Por otra parte, por razones tanto de equidad como de eficiencia, la lucha contra el fraude fiscal debe formar parte de cualquier estrategia tributaria.

Finalmente, es importante subrayar que, una estructura administrativa tan descentralizada como la española, en la que más de un 40% de las responsabilidades de gasto público son adoptadas por las Administraciones Territoriales, el concurso de estas es esencial en el esfuerzo de consolidación presupuestaria, en el objetivo de mejorar la eficiencia del gasto público y, en definitiva, en garantizar la estabilidad presupuestaria. En este sentido, existe un consenso amplio sobre la necesidad de reformar el sistema de financiación de estas administraciones, con el objetivo de adecuar los ingresos, sobre la base de una estimación objetiva previa de estas necesidades, de garantizar un reparto transparente y de incrementar el grado de corresponsabilidad fiscal.

12 Conclusiones

Termino esta comparecencia subrayando los cuatro atributos más importantes que, en nuestra opinión, deberían caracterizar la estrategia de crecimiento que necesita nuestro país en este momento: urgente, ambiciosa, integral, evaluable y basada en consensos amplios.

Urgente, por la coyuntura extraordinariamente compleja en la que se desenvolverá la economía española en los próximos trimestres y por la envergadura de los retos que nuestro país debe abordar una vez que superemos la pandemia. Es importante tener en cuenta que la inacción juega en nuestra contra, puesto que la falta de respuesta ante estos desafíos incrementa el calibre de su amenaza. Por todo ello, insisto, nuestra economía necesita de forma urgente una estrategia de crecimiento.

Ambiciosa, porque la complejidad de la situación y el alcance de los desafíos que marcarán nuestro devenir en las próximas décadas exigen la implementación de un amplio paquete de reformas estructurales de calado, en muchos casos disruptivas, y no de pequeños ajustes aislados.

Integral, porque los retos que condicionan las perspectivas de crecimiento de la economía española y el bienestar de nuestra sociedad están estrechamente relacionados entre sí. Tratar de resolver alguno de ellos de forma aislada no es ni factible ni deseable. Por ello, se necesita una estrategia bien planificada, en la que se valore el impacto que cada decisión de política económica puede tener en múltiples dimensiones, y que busque equilibrios entre distintos objetivos que no son siempre compatibles de forma simultánea.

Además, deberá ser evaluada periódicamente, con el objetivo de identificar áreas de mejora en su diseño o en su aplicación.

Basada en consensos amplios, para que pueda tener vocación de permanencia y resultar creíble. Los retos estructurales exigen respuestas estructurales, que perduren en el tiempo. Por ello, en una sociedad democrática como la nuestra, las líneas maestras de esta estrategia deberían gozar de un alto grado de consenso entre los distintos agentes políticos, económicos y sociales, de forma que las bases sobre las que se asiente nuestro crecimiento sean estables y no queden sometidas a los avatares del ciclo político.

Además, esta estrategia deberá combinar prioridades de medio y largo plazo con otras más perentorias y ligadas a las consecuencias que la crisis desatada por la pandemia está teniendo —y tendrá todavía durante algún tiempo— en los eslabones más débiles de la economía y la sociedad españolas. Mientras no se despejen las importantes incertidumbres que penden sobre la recuperación de la economía mundial, europea y española, necesitaremos mantener muchas de las medidas introducidas en los últimos meses, si bien adaptándolas convenientemente a la situación económica, cuya evolución se anticipa desigual entre sectores productivos y agentes económicos. Conforme se vaya asentando una senda de recuperación, llegará el momento en que las medidas de naturaleza temporal se replieguen y cedan el relevo a otras, de naturaleza muy diversa, cuyo denominador común será facilitar la adaptación de nuestra economía al nuevo escenario que emergerá tras esta pandemia.

Finalmente, es importante tener en cuenta que, en el contexto de una economía global extraordinariamente integrada, la búsqueda constante de un amplio grado de consenso y de coordinación no debe reducirse únicamente al ámbito nacional. En este sentido, España debe aspirar a desempeñar un papel destacado en el diseño de las políticas supranacionales, especialmente en el contexto de la UEM, puesto que estas medidas tienen un impacto crucial en nuestra economía.

Muchas gracias.