

## Presentación del gobernador Pablo Hernández de Cos



El *Informe Anual* del Banco de España presenta un balance de la evolución de la economía española en 2022 y en la parte transcurrida de este año, dentro del contexto global y europeo, así como una descripción y evaluación de las políticas económicas desplegadas frente a la crisis energética, y una valoración de las perspectivas y de los principales riesgos para los próximos trimestres (capítulo 1). Con una visión de más largo plazo, desgrana los principales retos estructurales a los que se enfrenta la economía española, con especial énfasis, en esta ocasión, en aquellos factores que han frenado el proceso de convergencia con la Unión Económica y Monetaria (UEM) en las últimas décadas y las reformas necesarias para revertir estructuralmente este retraso (capítulo 2).

El Informe incluye, además, dos capítulos temáticos. El primero repasa la respuesta de la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) al actual episodio inflacionista en el área del euro y analiza su transmisión a las condiciones financieras, la actividad económica y la inflación (capítulo 3). El segundo se centra en la respuesta de España y de la Unión Europea (UE) a la crisis energética, así como en los retos pendientes en el ámbito energético, incluidos los relacionados con la dependencia exterior y la transición ecológica (capítulo 4), complementando así el capítulo específico sobre los retos climáticos para nuestra economía publicado en el *Informe Anual* del pasado año.

El *Informe Anual* completa, de esta forma, el análisis específico que realiza el Banco de España sobre el sector financiero español y que se concreta en la elaboración semestral del *Informe de Estabilidad Financiera*, el último de los cuales se publicó el pasado mes de abril.

### Los desarrollos macroeconómicos recientes

La evolución económica a lo largo de 2022 y del período transcurrido de 2023 ha venido marcada por dos desarrollos contrapuestos. Al comienzo del pasado año, el levantamiento de las restricciones asociadas a la pandemia condujo a una intensa recuperación de la actividad. Con posterioridad, la invasión rusa de Ucrania aceleró el repunte de los precios de las materias primas que venía produciéndose desde 2021, lo que llevó a una intensificación de las presiones inflacionistas y, en respuesta a ello, a un endurecimiento de las políticas monetarias. Como resultado, se produjo una notable desaceleración del producto interior bruto (PIB) real en la segunda mitad del año.

En todo caso, la actividad económica se ha mostrado más resistente de lo inicialmente previsto, y en los meses transcurridos de 2023 parecen advertirse señales de un renovado dinamismo. En conjunto, el crecimiento del PIB real se situó en el 5,5 % en 2022 en España (3,5 % en el área del euro), con un crecimiento intertrimestral de la economía española del 0,5 % en el primer trimestre de 2023 (0,1 % en el área del euro). Si se toma como referencia el momento previo al inicio de la pandemia, el nivel del PIB real se sitúa todavía un 0,2 % por debajo del observado entonces (2,5 % por encima en el área del euro).

A la resiliencia de la economía habrían contribuido la reversión de las perturbaciones de oferta previas, que se concretó en un descenso de los precios energéticos en los mercados internacionales a partir del verano —al haberse disipado los escenarios más adversos de evolución de la crisis energética—, y la resolución gradual de los cuellos de botella en el comercio internacional surgidos en 2021, lo que llevó a una progresiva moderación de la inflación a partir del otoño. Además, los hogares disponían de amplios colchones de ahorro acumulados durante la pandemia, el repunte de la demanda tras el COVID-19 siguió generando efectos positivos y la transmisión del giro restrictivo de la política monetaria aún no era completa. Todo ello, en un contexto en el que la actividad se ha visto favorecida por el impulso fiscal proporcionado por las medidas desplegadas por las autoridades para paliar las repercusiones de la crisis inflacionista.

En este período, ha sido particularmente destacable el crecimiento del empleo, favorecido por la moderación salarial, con un aumento del número de ocupados acumulado desde el inicio de la pandemia superior al de la actividad y de las horas trabajadas. En términos de su composición, el repunte en los servicios ha sido el motor del crecimiento, especialmente en la primera mitad de 2022. Por el contrario, las ramas de manufacturas intensivas en consumos energéticos se han visto más afectadas por el encarecimiento de estos *inputs*. Asimismo, destaca el dinamismo de las exportaciones, que mostraron una contribución elevada al crecimiento del PIB. Es especialmente reseñable la recuperación del turismo internacional, si bien las exportaciones de servicios no turísticos también están mostrando un comportamiento muy expansivo. Como resultado, la disminución del superávit por cuenta corriente fue relativamente moderada en 2022, a pesar del fuerte ascenso de los precios energéticos.

El repunte de la inflación en España, que comenzó en 2021 y se intensificó en 2022, ha sorprendido por su intensidad y persistencia, al igual que en el resto del área del euro. Inicialmente, la inflación se vio impulsada por el componente energético. Pero este repunte se fue trasladando, a lo largo

del año, tanto a los precios de los alimentos como a los del componente subyacente (esto es, bienes no energéticos y servicios). Tras alcanzar un pico en el último verano, la inflación comenzó a descender, tendencia que se ha prolongado hasta la actualidad. Esta disminución obedece fundamentalmente a la fuerte desaceleración de los precios energéticos, y, solo muy recientemente, se ha observado una ligera reducción de la inflación subyacente.

### Las perspectivas para los próximos años

De acuerdo con las últimas proyecciones del Banco de España<sup>1</sup>, se espera que la economía española presente un grado creciente de dinamismo en los próximos trimestres. En el conjunto de 2023, el avance del PIB se moderaría sustancialmente respecto al de 2022, pero la aceleración progresiva de la actividad permitiría que el crecimiento del PIB superara el 2 %, en promedio anual, en 2024 y 2025. De hecho, la información más reciente muestra un crecimiento de la actividad mayor que el previsto en el primer trimestre de este año, lo que, junto con la revisión reciente de la serie histórica, sugieren que el PIB real podría crecer este año por encima del 1,6 % previsto en nuestras últimas proyecciones. Al incremento del ritmo de avance del producto contribuirán, entre otros factores, la disminución prevista de las presiones inflacionistas (con la consiguiente recuperación de la confianza y de las rentas reales de los agentes), la desaparición de las disrupciones en las cadenas productivas globales y el despliegue de los fondos vinculados al programa *Next Generation EU* (NGEU).

No obstante, estas proyecciones están sujetas a una incertidumbre muy elevada, y existen riesgos de que se materialicen escenarios menos positivos. En particular, la eventual duración de la guerra sigue siendo la principal fuente de riesgo para Europa. El curso futuro de la economía mundial también es motivo de preocupación, en un contexto de endurecimiento de la política monetaria a nivel global y de riesgos geopolíticos significativos, a lo que se han añadido las dudas sobre el impacto y la persistencia de las tensiones financieras recientes. Además, en el ámbito interno, subsisten incertidumbres acerca de la posible contribución al consumo privado del ahorro acumulado por los hogares durante la pandemia, y en torno al ritmo de ejecución de los proyectos asociados al programa NGEU.

Del mismo modo, las perspectivas de crecimiento dependerán crucialmente de que se concrete la desinflación proyectada. Una mayor persistencia de tasas de inflación elevadas ralentizaría la

<sup>1</sup> [Proyecciones macroeconómicas de la economía española \(2023-2025\)](#).

recuperación y, en caso de observarse dicha persistencia en el área del euro en su conjunto, conduciría con elevada probabilidad a un endurecimiento adicional de la política monetaria y, por tanto, de las condiciones financieras.

### Los retos de medio plazo y el papel de las políticas económicas

La acumulación de perturbaciones negativas en los últimos años ha requerido de la acción decidida de las distintas políticas económicas para mitigar sus consecuencias sobre la economía. Un manejo adecuado de estas políticas seguirá siendo crucial en los próximos trimestres.

Con una visión de largo plazo, resulta fundamental centrar la acción de política económica en España en afrontar los retos estructurales pendientes de nuestra economía, como ilustra la ausencia de convergencia a los niveles de renta per cápita del área del euro en las últimas décadas. Detrás de esta persistente brecha negativa se encuentran dos deficiencias bien conocidas de la economía española: una baja productividad y una reducida tasa de empleo, que además han presentado tradicionalmente una correlación negativa. Dado este diagnóstico, el gran desafío consiste en abordar con decisión las reformas que permitan favorecer la convergencia con la UEM.

Esta convergencia debe producirse, además, sin aumentar los desequilibrios macrofinancieros, de forma que esta sea sostenible en el tiempo. En este sentido, desde el estallido de la crisis financiera global, la economía española ha mostrado un patrón de crecimiento que ha permitido una corrección parcial de los desequilibrios acumulados en la fase expansiva previa.

Cabe destacar el intenso proceso de desendeudamiento de las familias y las empresas españolas; el incremento de la solvencia y liquidez de los balances de las entidades de crédito, tras el intenso proceso de saneamiento y reestructuración y el reforzamiento del marco regulatorio derivados de la crisis financiera global; la mejora de la competitividad —que ha permitido mantener un saldo positivo de la balanza por cuenta corriente desde 2012, incluso a pesar del estallido de la pandemia y de la crisis energética—; y la reducción del peso en la actividad de la inversión en construcción hasta niveles similares a los del conjunto de la UEM.

No obstante, permanecen algunas vulnerabilidades estructurales que condicionan las perspectivas y la sostenibilidad del crecimiento económico de cara al futuro. Entre ellos, destaca el derivado del elevado nivel de endeudamiento público —que desde el inicio de la

crisis financiera ha aumentado en más de 80 puntos su peso en el PIB—, que se acompaña también de un déficit público estructural considerable. Esta situación constituye una importante fuente de vulnerabilidad para nuestra economía, en particular en un contexto de endurecimiento de la política monetaria, al tiempo que reduce el margen de maniobra de la política fiscal para afrontar eventuales perturbaciones negativas futuras.

Asimismo, el Banco de España, así como otras instituciones y analistas, ha puesto de manifiesto en los últimos años las vulnerabilidades que se derivan del incremento de determinadas dimensiones de la desigualdad en nuestro país, en particular de las relativas a la desigualdad de oportunidades. Revertir estas tendencias y mitigar sus efectos adversos de manera sostenible en el tiempo requieren el despliegue de actuaciones públicas en ámbitos muy diversos, que deben ser objeto de una evaluación rigurosa en términos tanto de equidad como de eficiencia.

En este contexto, el uso adecuado de los fondos asociados al programa NGEU y un diseño, implementación y evaluación rigurosos y ambiciosos de las reformas incluidas en el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR) español representan una oportunidad histórica que no podemos desaprovechar.

#### i) Política monetaria: garantizar la estabilidad de precios

Ante las crecientes tensiones inflacionistas y el repunte en las perspectivas de inflación, el BCE comenzó, a finales de 2021, un proceso de endurecimiento de su política monetaria para cumplir con su objetivo de mantener la inflación del área del euro en el 2 % en el medio plazo. Este endurecimiento ha sido el más intenso y rápido desde la creación de la UEM. Este proceso tiene costes a corto plazo, en términos de menor actividad económica, pero el mantenimiento de la estabilidad de precios es la mayor contribución que el banco central puede hacer para garantizar un crecimiento económico sólido a largo plazo.

De cara al futuro, se prevé que la inflación continúe en niveles elevados en el área del euro durante el resto de 2023, aunque en una senda descendente, que permitiría que se situase cerca de nuestro objetivo del 2 % en el medio plazo. Esta disminución se sustentaría en una combinación de factores, que, por una parte, incluye la desaparición gradual de los efectos asociados a la reapertura de la economía, a las perturbaciones de oferta anteriores (cuellos

de botella en la oferta y precios de la energía elevados) y a la depreciación del euro; y, por otra parte, se vería reforzada por la creciente traslación de la caída reciente de los precios de la energía y por la apreciación del tipo de cambio. También se explica por la moderación de la demanda interna, como consecuencia, entre otros factores, de nuestras decisiones de política monetaria.

No obstante, estas perspectivas están sujetas a un elevado nivel de incertidumbre, motivada, en particular, por la eventual duración de la guerra en Ucrania. Asimismo, si las tensiones en los mercados financieros persisten, supondrán un riesgo a la baja para las perspectivas de crecimiento y la inflación, ya que podrían endurecer las condiciones crediticias más de lo previsto. En sentido contrario, si continúa la reciente reversión de las anteriores perturbaciones de oferta, podrá impulsar la confianza y respaldar un crecimiento mayor de lo esperado actualmente. El mantenimiento de la capacidad de resistencia del mercado de trabajo también podría traducirse en un crecimiento mayor de lo previsto, al fomentar la confianza y el gasto de los hogares.

Adicionalmente, existen factores que pueden retrasar el retorno de la inflación al objetivo del 2 % a medio plazo, entre los que destacan la posibilidad de que la transmisión de la reducción de los precios energéticos al resto de los bienes y servicios sea más lenta e incompleta que la de los incrementos previos, la posible aparición de efectos de segunda ronda a través de los salarios y los márgenes empresariales o la incertidumbre sobre la eventual reversión de las medidas de política fiscal aplicadas para paliar los efectos de la inflación.

En este contexto, desde el Consejo de Gobierno del BCE hemos enfatizado que las decisiones futuras de política monetaria continuarán dependiendo de nuestra valoración de las perspectivas inflacionistas a la luz de los nuevos datos económicos y financieros, de la dinámica de la inflación subyacente y del correcto funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. En todo caso, estas decisiones deberán asegurar que los tipos de interés se sitúen en niveles lo suficientemente restrictivos y se mantengan en ese nivel durante el tiempo necesario para lograr que la inflación vuelva a situarse de forma oportuna en el objetivo del 2 % a medio plazo.

Asimismo, hemos subrayado que estamos preparados para responder como y cuando sea necesario para mantener la estabilidad financiera en el área del euro, dado que, como pusimos de relieve en la revisión de nuestra estrategia de política monetaria, esta es un

prerrequisito para garantizar la estabilidad de precios. Disponemos de los instrumentos adecuados, tanto para proporcionar la liquidez necesaria al sector financiero como para hacer frente a posibles riesgos de fragmentación de los mercados de deuda. Para esto último, el BCE aplica como primera línea de defensa la flexibilidad en la reinversión de la cartera del PEPP. Pero, si esto no fuese suficiente, contamos, desde julio de 2022, con un nuevo Instrumento para la Protección de la Transmisión (TPI, por sus siglas en inglés), que podrá activarse en caso necesario, con objeto de garantizar la transmisión adecuada y efectiva de la política monetaria en toda la zona del euro.

## ii) Política presupuestaria: un apoyo focalizado en los más vulnerables, compatible con el inicio del proceso de consolidación fiscal este mismo año

En el actual entorno de elevada inflación, resulta crucial que el tono de la política fiscal no sea incompatible con el endurecimiento de nuestra política monetaria. De ahí la recomendación de que las medidas de apoyo público con el fin de mitigar las consecuencias del repunte de la inflación en los hogares y empresas deben ser temporales, estar muy focalizadas en los más vulnerables —evitando así un impulso fiscal generalizado— y asegurar el mantenimiento de los incentivos para consumir menos energía. Además, estas medidas deben retirarse de manera gradual, en paralelo a la reducción ya observada de los precios internacionales. De lo contrario, corremos el riesgo de que una expansión fiscal sostenida incremente las presiones inflacionistas a medio plazo, lo que haría necesaria una respuesta más contundente de la política monetaria.

El amplio abanico de medidas desplegadas en 2022 y 2023 por los países del área del euro, incluido España, ayudaron a sostener la actividad y a contener la inflación en 2022, y está previsto que lo hagan también en 2023, si bien su retirada impulsará al alza los precios de consumo en los próximos años, especialmente en 2024. Las medidas se han definido, con carácter mayoritario, como temporales. Sin embargo, no se han orientado suficientemente hacia los agentes más vulnerables al *shock* inflacionista, de modo que los efectos sobre estos podrían haber sido mitigados a un coste fiscal menor.

En el caso español, el hecho de que el déficit y la deuda de las Administraciones Públicas (AAPP) mantengan niveles muy elevados hace necesario iniciar, ya en 2023, la implementación de un plan de consolidación fiscal que permita reducir gradualmente esta vulnerabilidad y



recuperar el margen de maniobra de la política presupuestaria ante eventuales perturbaciones negativas en el futuro. Más aún si se tiene en cuenta que la inflación ha contribuido a la reducción del desequilibrio fiscal en 2022, pero su efecto a largo plazo sobre las finanzas públicas será menos favorable o incluso negativo, ya que su impacto al alza sobre el gasto público se produce con un cierto retardo, y que existen algunas dudas sobre el grado de transitoriedad de las elevadas dinámicas de crecimiento de los ingresos impositivos de los últimos años.

No deberíamos perder la oportunidad que significa, además, que, en el corto plazo, el despliegue de los fondos europeos NGEU y de las reformas estructurales del PRTR podría más que compensar la posible ralentización económica que se derivaría del comienzo de este proceso de consolidación fiscal.

Este proceso debe enmarcarse en un cuadro macroeconómico prudente, involucrar al conjunto de las AAPP y traducirse en un plan de medio plazo, en el que se detallen las medidas de ingresos y gastos públicos que garanticen la reducción gradual de los desequilibrios. Esto permitiría reforzar la sostenibilidad de las finanzas públicas e incrementar la credibilidad y la confianza en las políticas económicas. En este sentido, la Actualización del Programa de Estabilidad de España 2023-2026 proyecta una reducción del déficit estructural de 1,2 puntos de PIB acumulados hasta 2026, que se eleva a 1,6 puntos en términos del saldo estructural primario.

El ajuste fiscal debe ser también compatible con una mejora de la calidad de las finanzas públicas, de manera que aumenten su contribución al crecimiento potencial de la economía. Por el lado de los gastos, resulta imprescindible aumentar su eficiencia —en línea con las recomendaciones de las evaluaciones de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal— y optimizar la distribución entre partidas, de manera que se preserven aquellas —como el gasto en educación o en sanidad— que resultan fundamentales para impulsar el crecimiento económico y la igualdad de oportunidades. Por el lado de los ingresos, es preciso llevar a cabo una revisión integral del sistema tributario, en línea con algunas de las directrices del Libro Blanco sobre la Reforma Tributaria. En particular, parece necesario otorgar un mayor peso relativo a la imposición sobre el consumo, revisar el significativo gasto que implican los beneficios fiscales, mejorar y elevar la fiscalidad medioambiental y aumentar el grado de coordinación y armonización internacional del sistema tributario para afrontar la creciente digitalización y globalización. Estas medidas podrían acompañarse de medidas compensatorias, que mitigaran sus potenciales efectos sobre los más vulnerables.

A la hora de analizar las dinámicas de la deuda pública en el medio y largo plazo, hay que tener en cuenta también el impacto del envejecimiento poblacional sobre el gasto público en pensiones, sin olvidar que este fenómeno también presionará al alza otras partidas de gasto, como el sanitario o el asociado al cuidado de los mayores.

En los últimos años se han llevado a cabo varias reformas del sistema de pensiones, que han comportado la reversión de los elementos principales de la aprobada en 2013 y la introducción de nuevas modificaciones, orientadas principalmente a fortalecer los ingresos de la Seguridad Social y a retrasar la edad efectiva de jubilación.

La estimación del impacto que las distintas medidas aprobadas podrían tener sobre los gastos y los ingresos del sistema a lo largo de las próximas décadas se encuentra sometida a una elevada incertidumbre. En todo caso, el amplio abanico de estimaciones disponibles —del Banco de España y de otras instituciones— sugiere que, como resultado de los diversos cambios normativos adoptados desde 2021, nuestro sistema de pensiones deberá afrontar mayores obligaciones de gasto en el largo plazo, que no han sido plenamente compensadas por el lado de los ingresos. A esto se añade la incertidumbre que el impacto de los incrementos de cotizaciones sociales adoptados podría tener sobre el empleo, los salarios y la competitividad. De acuerdo con estas estimaciones, será necesario que, en el marco del nuevo mecanismo automático de ajuste establecido, se adopten nuevas medidas para reforzar la sostenibilidad financiera del sistema. Se hace también necesaria una evaluación rigurosa, continua y transparente de los efectos de estas reformas, incluyendo sus consecuencias sobre la equidad intergeneracional.

### iii) Un pacto de rentas para evitar que se enquiste la inflación

Es importante recordar que una gran parte de la elevada inflación observada en los dos últimos años tiene su origen en el repunte de los precios de las materias primas, que ha ocasionado un encarecimiento relativo muy importante de los bienes que compramos a otros países frente a los bienes que les vendemos. En otros términos, se ha producido lo que los economistas llamamos “un deterioro de la relación real de intercambio”, que no supone otra cosa que una pérdida de riqueza y de bienestar, que, además, es inevitable en el corto plazo.

Puesto que la pérdida es inevitable, lo que debemos perseguir es una distribución equitativa de ella entre trabajadores y empresas, con el fin de impedir la espiral inflacionista que se

producirá si ambos intentaran evitar unilateralmente la pérdida, manteniendo, respectivamente, sus salarios reales y sus márgenes empresariales. Un proceso de esta naturaleza exacerbaría las consecuencias negativas del aumento de las importaciones para la competitividad de la economía, lo que redundaría en pérdidas de empleo y de producto.

Hasta el momento, en nuestro país se ha producido una caída significativa de los salarios reales en 2022. Paralelamente, los márgenes empresariales han crecido desde comienzos de 2021, tras reducirse de forma notable en 2020, si bien con una elevada heterogeneidad a nivel sectorial y de empresa.

Por el momento, por tanto, no se ha dado el temido proceso de realimentación de crecimientos de salarios, márgenes y precios, pero ello no hace que se pueda descartar en el futuro. Para evitarlo, como llevo solicitando desde el otoño de 2021, sería deseable un pacto explícito de rentas que determine un reparto equitativo entre empresas y trabajadores de esa pérdida de renta real provocada por el encarecimiento de las materias primas importadas. En este sentido, resulta muy importante que el preacuerdo existente entre la patronal y los sindicatos en esta materia, del que se desconocen a fecha de cierre de este informe todos sus extremos, se concrete, cuanto antes, en unas orientaciones para la negociación colectiva que permitan evitar el riesgo de espiral inflacionista<sup>2</sup>. Un acuerdo con estas características proporcionaría un compromiso con la estabilidad macroeconómica y un entorno de confianza que resulta fundamental en el actual contexto inflacionista y de elevada incertidumbre.

#### iv) **Un programa de reformas estructurales ambicioso, que permita la convergencia sostenible con Europa**

Como subrayaba con anterioridad, el gran reto para la política económica en España debería ser favorecer la convergencia en renta con la UEM. Para ello, el foco debe ponerse en la implementación de las reformas necesarias para aumentar la productividad y la tasa de empleo, lo que, unido a otras actuaciones específicas, debería también permitir la reducción de nuestras vulnerabilidades.

La mejora de la productividad exige acciones en múltiples ámbitos, que incluyen eliminar aquellos factores que limitan el crecimiento empresarial o la reasignación de recursos entre

<sup>2</sup> Para un detalle de los elementos fundamentales que debería tener un pacto de rentas que garantice este objetivo, véase mi comparecencia el 1 de junio de 2022 en el Congreso de los Diputados para la presentación del *Informe Anual 2021*.

sectores y empresas. Más allá de iniciativas recientes, como la Ley de Creación y Crecimiento de Empresas o la Ley de Fomento del Ecosistema de Empresas Emergentes, cuya efectividad será necesario evaluar con el tiempo, lograr estos objetivos exige, entre otras medidas, la revisión de aquellos umbrales regulatorios que puedan desincentivar el crecimiento empresarial, la reducción del plazo de pago de las AAPP —que dificulta la financiación de las pequeñas empresas—, garantizar la unidad de mercado, fomentar la competencia y ampliar las fuentes de financiación empresarial disponibles.

Asimismo, se necesita impulsar las actividades de innovación con un diseño adecuado de los mecanismos públicos que permita canalizar la financiación hacia proyectos que generen externalidades positivas, favoreciendo las sinergias entre distintas iniciativas públicas y privadas, y una revisión de los incentivos fiscales a la inversión en I+D+i. Todo ello, sin olvidar la necesidad de reforzar la confianza en las instituciones públicas y de impulsar su modernización, a través del fomento del uso eficiente de los recursos públicos y de la creación de una cultura de evaluación de las políticas públicas que permita una mejora continuada de su eficacia.

Por su parte, elevar la tasa de empleo es especialmente relevante en un contexto de envejecimiento de la población y de tendencia secular de caída de las horas trabajadas. Para ello, es necesario adecuar el marco institucional de nuestro mercado laboral y mejorar el capital humano.

El mercado de trabajo español ha presentado tradicionalmente una elevada incidencia de la contratación temporal, una determinación de salarios escasamente relacionada con el nivel de productividad de cada empresa, y unas políticas pasivas y activas de empleo ineficaces. Desde la pandemia se han introducido cambios normativos, como la Reforma Laboral de 2021, que han reducido la tasa de temporalidad, pero cuya evaluación general exigirá considerar múltiples dimensiones y una perspectiva temporal más amplia. Asimismo, la Ley de Empleo o los cambios en la prestación de desempleo buscan asegurar la compatibilidad de la protección de los colectivos más vulnerables con unos incentivos adecuados a la oferta de trabajo.

En todo caso, de cara al futuro, para que los servicios públicos de empleo desempeñen un papel más relevante en la intermediación laboral —muy reducido en la actualidad— y sus actividades de formación e inserción laboral sean más efectivas, se requiere un perfilado profesional apropiado de los desempleados, una evaluación rigurosa de los programas de formación e inserción laboral, y la adecuación de los recursos destinados a estos programas

a los resultados de la evaluación. Por su parte, hacer compatible la protección de los colectivos más vulnerables con unos incentivos adecuados a la oferta de trabajo exige una mayor coordinación de las políticas activas y pasivas. Es preciso también realizar un seguimiento continuo de la capacidad de las políticas migratorias para aliviar de manera efectiva los desajustes que se produzcan en el mercado laboral.

En cuanto al capital humano, a pesar de la significativa mejora en las últimas décadas, el nivel educativo de la población española se encuentra por debajo del que se observa en el promedio de la UEM. Esto reduce el crecimiento potencial de la economía y merma la igualdad de oportunidades, ya que existe evidencia de que las diferencias en el nivel educativo resultan muy persistentes entre generaciones. En este contexto, se hace necesario un análisis pormenorizado del nivel y de la eficiencia del gasto público en educación en nuestro país, así como la adaptación del sistema educativo y de formación profesional al nuevo entorno tecnológico y demográfico. Deben también evaluarse las reformas recientes en este ámbito —leyes de educación, formación profesional y del sistema universitario— para lograr estos objetivos.

Es también crucial prestar atención al impacto diferencial que las políticas públicas tienen sobre distintos grupos poblacionales. El Banco de España ha puesto crecientemente el énfasis de su análisis en la desigualdad, tanto en términos generales como en relación con aspectos específicos, como, por ejemplo, el impacto heterogéneo sobre los hogares de la inflación, el incremento de su vulnerabilidad financiera ante las subidas en los tipos de interés, la exclusión financiera de determinados colectivos, la exposición asimétrica a la transición ecológica o el análisis del fenómeno de la despoblación de determinados territorios y las persistentes diferencias de renta per capita entre regiones.

Mitigar los efectos adversos que implican las distintas vulnerabilidades sociales identificadas requiere el despliegue de actuaciones públicas en dimensiones muy diversas. Por ejemplo, en los ámbitos de la regulación —entre otros, del mercado laboral y del mercado de la vivienda—, del sistema tributario, de la provisión de servicios públicos —como la educación y la sanidad—, y de las políticas de rentas y transferencias. La mejora de la productividad y de la tasa de empleo son, de hecho, elementos fundamentales de una estrategia que persiga una reducción sostenible de la desigualdad. Y estas actuaciones deben ser objeto de una evaluación rigurosa en términos tanto de equidad como de eficiencia.

Un ámbito en el que se aprecia una especial vulnerabilidad son las condiciones de acceso a la vivienda, que se han endurecido en los últimos años, en régimen tanto de propiedad como de alquiler. Así, se constata una acusada reducción en el porcentaje de hogares propietarios de vivienda, particularmente entre los jóvenes, de forma que el incremento de la demanda de alquiler se habría concentrado en este colectivo, en los hogares de menor renta y en determinadas áreas geográficas. Esta situación, muy relacionada con la del mercado laboral, habría contribuido a un aumento en la desigualdad de la riqueza en nuestro país. Además, una dinámica de los precios del alquiler por encima de las rentas del trabajo ha aumentado la proporción de población en riesgo de exclusión social y de hogares con capacidad de gasto restringida en otros bienes y servicios.

El insuficiente crecimiento de la oferta para absorber el fuerte incremento de esta demanda explicaría, en buena medida, el elevado dinamismo de los precios del alquiler. Frente a ello, la futura Ley por el Derecho a la Vivienda pone el énfasis en el necesario incremento de la oferta de vivienda en alquiler y establece algunas medidas que actúan sobre los precios. Estas últimas incluyen limitaciones a la actualización de las rentas del alquiler y la posibilidad de limitar los precios del alquiler en zonas tensionadas. A este respecto, los estudios económicos muestran que los controles de precios pueden generar efectos adversos sobre la oferta de alquiler, tanto en cantidad como en calidad, de modo que, en último término, lejos de lograr un abaratamiento de las viviendas arrendadas, se termine dando lugar a mayores niveles de precios. En este contexto, será fundamental evaluar con rigor la capacidad de esta nueva norma para alcanzar de forma efectiva sus objetivos. En particular, resulta necesario prestar atención a las señales de aparición de los efectos adversos mencionados, de manera que se adapte la normativa para evitar su materialización.

#### v) Afianzar un sector bancario saneado en una regulación global reforzada

Las tensiones financieras de los últimos meses a consecuencia de las crisis de distintos bancos estadounidenses de tamaño mediano y de Credit Suisse han llevado, a escala global, a un aumento de la preocupación por los riesgos vinculados a la liquidez y costes de financiación del sector bancario. Este episodio pone en evidencia, una vez más, la importancia de que las entidades financieras cuenten con los recursos necesarios para absorber perturbaciones inesperadas.

En este contexto, los bancos del área del euro y, en particular, los españoles presentan, en términos agregados, una alta capacidad de resistencia y posiciones de solvencia y de liquidez elevadas. Esto ha sido resultado de la reforma regulatoria acordada a escala internacional en la última década, que, en el caso de la UE, se ha aplicado a todas las entidades bancarias, con independencia de su tamaño. En el mismo sentido, hay que subrayar el papel preventivo de la supervisión de las entidades financieras. En el seno del Mecanismo Único de Supervisión, ya antes de que se pusieran de manifiesto los eventos bancarios recientes, se establecieron determinadas prioridades supervisoras que precisamente trataban de mitigar y anticipar potenciales efectos adversos del contexto macroeconómico actual. En particular, se puso el foco supervisor en el riesgo de tipos de interés que afrontaban las entidades y en la sostenibilidad de sus planes de financiación, y en el análisis de los riesgos derivados de las exposiciones al sector financiero no bancario.

En el caso español, además, son notables tanto la fuerte orientación del modelo de negocio hacia el segmento minorista, que refuerza la capacidad de absorber perturbaciones adversas en las condiciones de financiación en los mercados mayoristas, como su evolución financiera favorable en el período reciente. De hecho, la rentabilidad sobre capital del sector bancario español repuntó de manera significativa en 2022 y se situó ampliamente por encima del nivel medio del coste del capital. También ha mejorado la calidad de sus balances, con un nuevo descenso de la morosidad, y sus ratios de solvencia y liquidez se situaron con un amplio margen de colchón sobre los requerimientos regulatorios mínimos.

Más allá de las consideraciones anteriores, en una coyuntura en la que ha sido necesario un rápido aumento de los tipos de interés, los bancos afrontan distintos riesgos de signo opuesto sobre sus márgenes de interés, el valor de sus tenencias de instrumentos financieros y la calidad crediticia de sus balances. Por un lado, aquellos bancos en los que los tipos medios de activo se han adaptado más rápido a la nueva situación que los de pasivo (e. g., aquellos con mayor peso de los préstamos a tipo variable y/o con menores plazos de vencimiento, y con un mayor peso de la financiación minorista) están experimentando una mejora sustancial de los márgenes de interés, lo que ha impulsado su rentabilidad. Por el contrario, aquellas exposiciones financieras con una remuneración fija (e. g., tenencias de bonos, especialmente cuanto mayor es su plazo de vencimiento) han visto reducido su valor. Además, conforme se prolongue el período de tipos de interés más elevados, es más probable que se produzcan ajustes adicionales al alza del coste de

financiación de los bancos y un deterioro de la calidad del riesgo de crédito. La medida en la que distintos bancos y sistemas financieros estén posicionados frente a estos riesgos, que se ha convertido en el foco de atención de los inversores, determinará su grado de resistencia.

En este sentido, en un entorno de incertidumbre tan elevado, incluido en relación con el grado de endurecimiento de la política monetaria, resulta necesario que nuestras entidades lleven a cabo una política prudente de planificación de provisiones y de capital. Así, una política que destine parte del incremento de los beneficios que se están produciendo en el corto plazo a aumentar adicionalmente su capacidad de resistencia permitiría afrontar en mejor situación las posibles pérdidas que se produjeran en caso de que se materializasen los peores escenarios de riesgo.

Además, una mejora de la gobernanza y del funcionamiento de la UEM haría una enorme contribución a la reducción de la vulnerabilidad del sistema financiero europeo. En particular, se hace necesario culminar la unión bancaria a través de la creación de un fondo europeo de garantía de depósitos plenamente mutualizado. Un eventual acuerdo para la creación de este mecanismo daría un impulso a la confianza de los ciudadanos y de los mercados, y contribuiría a una mayor compartición de riesgos en el área del euro y, por tanto, a reducir potenciales episodios de fragmentación. Además, ayudaría a alinear la responsabilidad financiera con los mecanismos de toma de decisiones de supervisión bancaria y resolución, que ya se encuentran centralizados.

Asimismo, es necesario analizar en profundidad los acontecimientos recientes desde una perspectiva regulatoria y supervisora a escala global. La Reserva Federal de Estados Unidos ya ha publicado una evaluación de las razones que están detrás de lo sucedido en su país. En el Comité de Estabilidad Financiera y en el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea hemos iniciado un análisis de los desarrollos recientes que nos permita extraer lecciones. Son estos ejercicios los que nos permiten afinar la normativa para que pueda adaptarse de forma continuada ante circunstancias cambiantes. Todo ello, sin olvidar que queda pendiente la transposición a la normativa comunitaria del último eslabón de la reforma regulatoria, conocida como «Basilea-III». Se hace necesaria una transposición completa y consistente de esta normativa para cubrir las deficiencias pendientes, en particular en la definición de los activos ponderados por riesgo de las entidades.



Por último, es necesario tener presente que los retos de corto y medio plazo impuestos por el período reciente de crisis extraordinarias no hacen menos urgente abordar los desafíos estructurales del sector bancario, como los vinculados a la gestión de los riesgos climáticos, la digitalización y la creciente competencia de empresas tecnológicas.

#### vi) Más Europa para afrontar los retos comunes

La guerra en Ucrania ha puesto de relieve las extraordinarias vulnerabilidades a las que conlleva la particular configuración energética de España y del resto de la UE. El *mix* energético existente —en el que los combustibles fósiles suponen casi tres cuartas partes del consumo de energía—, las considerables dependencias externas —pues importamos la práctica totalidad de esos combustibles— y la ausencia de suficientes infraestructuras de interconexión energética dentro de la UE —especialmente incompletas en los segmentos de electricidad y de gas natural— han configurado un entorno proclive para que una perturbación adversa como la derivada de la guerra en Ucrania tenga un impacto negativo muy significativo sobre las economías europeas.

Ciertamente, la exposición relativa de los países de la UE a estas vulnerabilidades es muy dispar. Pero ninguno de ellos escapa a estos efectos desfavorables. La elevada magnitud del desafío y el hecho de que se trate de una perturbación común enfatizan la importancia de que, al igual que en el caso de la pandemia, la respuesta sea asimismo conjunta. En definitiva, la respuesta a la guerra en Ucrania debe ser —una vez más— más Europa. De hecho, la reacción a la crisis ha incluido numerosos elementos paneuropeos, que han complementado las medidas tomadas por las autoridades nacionales. Esta respuesta conjunta y la notable capacidad de adaptación que han mostrado las economías de la UE han permitido evitar escenarios potencialmente muy disruptivos.

Sin embargo, corregir las deficiencias estructurales existentes exigirá, en las próximas décadas, el despliegue masivo de fuentes de energía renovables, mejoras adicionales en materia de eficiencia energética y un mayor desarrollo de las infraestructuras de interconexión. Algunas de las bases sobre las que debería apoyarse este proceso de transformación ya se han establecido, como las distintas iniciativas englobadas en el contexto del Pacto Verde Europeo y los programas NGEU y REPowerEU. En el caso español, a pesar de los retos que también implica, el impulso de las energías renovables podría suponer una gran oportunidad,

dado que somos el segundo país de la UE con mayor potencial de producción de energía eólica terrestre y el primero de energía solar, y contamos con empresas líderes mundiales en estos sectores.

En cualquier caso, alcanzar los compromisos energéticos y climáticos asumidos —muy ambiciosos— sigue suponiendo un desafío de una extraordinaria envergadura, en particular en los ámbitos de la financiación y del desarrollo tecnológico. Este proceso también provocará un incremento sustancial de la demanda de algunas materias primas —como las tierras raras—, que son escasas en la UE, lo que podría dar lugar a nuevas dependencias externas de terceros países.

Por todo ello, resulta fundamental que las políticas europeas sigan respondiendo a estos desafíos de manera conjunta. Esta respuesta debe ser ágil, aportar certidumbre y evitar que la transición ecológica acabe provocando una pérdida estructural de competitividad para nuestro tejido productivo. En particular, en materia de financiación, el volumen de recursos necesario para afrontar las inversiones asociadas con la transición energética y climática va mucho más allá de las cantidades contempladas en los programas europeos actuales y de las posibilidades nacionales de muchos de los países. Por este motivo, se requerirán avances más decididos en la colaboración público-privada y en la financiación pública común de estos bienes públicos para la UE; por ejemplo, a través del establecimiento de una capacidad fiscal permanente a escala europea.

Además, los retos a los que se enfrenta el área del euro requieren reformas profundas de su arquitectura institucional que mejoren su funcionamiento. La presidencia española de la UE en el segundo semestre de este año constituye una buena oportunidad para dar un impulso decidido a estas reformas.

Así, se hace necesario, en primer lugar, acelerar la revisión del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Garantizar la estabilidad macroeconómica y el correcto funcionamiento de la UEM exige un marco de disciplina fiscal que promueva la sostenibilidad de las finanzas públicas. A este respecto, la actual infraestructura institucional europea presenta muchas deficiencias, y los sucesivos intentos por corregirlas se han plasmado en un conjunto de reglas complejo y procíclico, que no ha evitado la acumulación de desequilibrios fiscales y macroeconómicos, y que no presenta grandes incentivos para su aplicación.

Recientemente, la Comisión Europea ha planteado una reforma de las reglas fiscales, cuyo elemento central es consensuar planes presupuestarios multianuales con los Estados que tengan como objetivo principal garantizar que las ratios de deuda pública sobre PIB se sitúen en una senda descendente o permanezcan en niveles prudentes. Estos compromisos fiscales se harían operativos mediante una regla de gasto. Por otra parte, los plazos de los programas de ajuste fiscal podrían ampliarse si se realizan reformas estructurales e inversiones que incidan positivamente en el crecimiento potencial y mejoren la sostenibilidad de la deuda.

Entre los elementos positivos de esta propuesta, cabe destacar que el foco del debate se sitúe en la sostenibilidad de la deuda, que se plantee una regla de gasto como instrumento de ajuste fundamental —dado que el gasto es la principal variable bajo el control de las autoridades fiscales—, que se tenga en cuenta la interacción entre reformas e inversiones y el ritmo de ajuste fiscal, y que se prevea una mayor heterogeneidad entre países. Sin embargo, también debería incorporar un sistema más claro de incentivos para remediar el comportamiento procíclico de las finanzas públicas y favorecer un ritmo más acelerado de consolidación durante las épocas de bonanza. Además, esta propuesta podría resultar poco efectiva para reducir la complejidad actual de las reglas fiscales, ya que los análisis de sostenibilidad de la deuda presentan notables dificultades prácticas.

En todo caso, más allá de las reglas fiscales, existe un considerable margen de mejora para seguir reforzando la infraestructura institucional europea y su gobernanza económica. En particular, sería conveniente la creación de una capacidad fiscal central permanente, quizás materializada en torno a un sistema de seguro de desempleo europeo, así como un instrumento de financiación común que dé continuidad al programa NGEU. Esto resulta crucial para limitar el riesgo de que puedan interrumpirse algunas de las inversiones que son fundamentales para la digitalización, la lucha contra el cambio climático o la autonomía estratégica abierta de la UE. Todo ello, sin olvidar los importantes avances que aún son necesarios para la culminación de la unión bancaria y de la unión de los mercados de capitales.

\* \* \* \* \*

En definitiva, afrontar con decisión los retos a los que se enfrenta la economía española en los próximos años requerirá de políticas económicas ambiciosas y con vocación de permanencia.

En este sentido, España vivirá en los próximos meses distintos procesos electorales, a nivel tanto local como autonómico y general, que deberían dar pie a un debate profundo sobre estos retos. Eventualmente, deberían emerger unos consensos mínimos sobre cuáles son las políticas más adecuadas para afrontarlos, de manera que se garantice su persistencia en el tiempo, elemento clave para garantizar su éxito. De ello dependerá, en gran medida, nuestra capacidad para garantizar una mejora sostenible del bienestar de los ciudadanos y la convergencia real con nuestros socios europeos.

Finalmente, es importante subrayar que, para diseñar y aplicar adecuadamente numerosas y ambiciosas reformas estructurales, resulta particularmente relevante generalizar la evaluación de las políticas públicas e incorporar el resultado de estas evaluaciones a la toma de decisiones por parte de los poderes públicos<sup>3</sup>. La cultura de la evaluación necesita, además, de los datos adecuados. Sin datos de calidad, disponibles oportunamente y con la suficiente granularidad, una buena evaluación no es posible. Pues bien, en su actividad diaria, las AAPP acumulan una información ingente, cuyo tratamiento y cruce amplían de manera acelerada las capacidades de diagnóstico y de evaluación, en particular si se ponen a disposición de la comunidad investigadora. Se hace urgente que todas las AAPP trabajen conjuntamente en esta dirección<sup>4</sup>.

En una sociedad democrática, estas evaluaciones deben desempeñar un doble papel político y técnico. En el ámbito político, la evaluación del diseño y de los efectos de las políticas públicas debe servir para promover la transparencia sobre las actuaciones de los responsables políticos y sobre sus resultados, lo que facilita la rendición de cuentas y el control democrático por parte del Parlamento y de los ciudadanos. Pero también cumple una función técnica, al permitir alimentar el proceso de toma de decisiones con información valiosa para mejorar su eficacia y su eficiencia. Por eso, promover «políticas basadas en evidencias» equivale a realizar tanto un alegato técnico a favor de la eficacia como una afirmación política en favor del control democrático del poder por los ciudadanos y sus representantes.

3 En este sentido, en diciembre de 2022 se aprobó la Ley 27/2022, de 20 de diciembre, de institucionalización de la evaluación de políticas públicas en la Administración General del Estado.

4 El laboratorio de datos puesto en marcha recientemente por el Banco de España (BELab) es un buen ejemplo de este servicio a la sociedad, ya que pone a disposición de los investigadores los microdatos de muchas de nuestras principales bases de datos. También lo es el acuerdo reciente entre el Instituto Nacional de Estadística, la Agencia Estatal de Administración Tributaria, la Seguridad Social y el Banco de España, para el diseño conjunto de un sistema colaborativo de datos al que los investigadores tendrán acceso, siempre que la información vaya a ser utilizada con fines científicos de interés público.

El *Informe Anual* del Banco de España tiene precisamente como vocación contribuir a un diagnóstico riguroso de los retos de la economía y ayudar a la evaluación de los distintos instrumentos de política económica disponibles para abordarlos.

**Pablo Hernández de Cos**

Gobernador del Banco de España

Presentación del *Informe Anual 2022*.

10 de mayo de 2023.