



Ver vídeo

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 2023 y en la parte transcurrida de este año, dentro del contexto global y europeo, así como una valoración de las perspectivas y de los principales riesgos a corto y medio plazo (véase capítulo 1). Con una visión de más largo plazo, desgana los principales retos estructurales a los que se enfrenta y que continúan lastrando el proceso de convergencia con la Unión Económica y Monetaria (UEM) en las últimas décadas, así como las políticas y reformas necesarias para revertir este retraso (véase capítulo 2).

El Informe incluye, además, dos capítulos temáticos. El primero se centra en el mercado laboral en España. Tras revisar los desarrollos recientes, analiza los retos asociados a los cambios tecnológicos y demográficos en curso —comunes a otras economías avanzadas—, y discute la situación actual de las políticas laborales y posibles líneas de mejora para abordar tanto estos retos como aquellos más idiosincráticos de nuestro mercado laboral, como es una tasa de paro persistentemente más elevada que la de otros países de nuestro entorno (véase capítulo 3). El segundo analiza la situación del mercado de la vivienda en España, describiendo su evolución reciente y los riesgos asociados para la estabilidad financiera. Asimismo, analiza los problemas de accesibilidad a la vivienda de los últimos años y examina posibles líneas de actuación para hacerles frente.

El *Informe Anual* complementa, 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

El devenir de la economía mundial en 2023 estuvo caracterizado por un dinamismo mayor del esperado, a pesar del tono restrictivo de la política monetaria y de la elevada incertidumbre geopolítica. Esta resistencia, que ha sido heterogénea por áreas geográficas, se ha basado, en parte, en el vigor del empleo observado en la mayoría de las economías y, en algunas regiones, en el apoyo de la política fiscal.

Es destacable también la moderación de la inflación, impulsada principalmente por la caída de los precios de las materias primas energéticas, la disipación de las perturbaciones de oferta registradas en los últimos años y el endurecimiento de las políticas monetarias. En este contexto, los bancos centrales de las economías emergentes comenzaron a reducir el tono restrictivo de su política monetaria, al tiempo que los de las principales economías avanzadas pausaron su ciclo de subidas de los tipos de interés.

En el área del euro, sin embargo, la actividad económica mostró una clara debilidad, destacando la atonía de la economía alemana, que incluso experimentó una ligera contracción. La inflación evolucionó mejor de lo previsto y acumula una caída de 8,2 puntos porcentuales (pp) desde octubre de 2022 (2,8 pp desde marzo de 2023 en el caso de la subyacente), en un contexto en el que la política monetaria del BCE —que situó el tipo de la facilidad de depósito en el 4 % en septiembre— continuó transmitiéndose con fuerza a las condiciones de financiación.

En este entorno de endurecimiento de la política monetaria, debilidad del crecimiento en el área del euro y elevada incertidumbre, la economía española destacó por registrar un crecimiento significativamente por encima de la media del área del euro y de las expectativas iniciales. En particular, el crecimiento del PIB en España fue del 2,5 %, frente al 0,4 % en el conjunto de la UEM. Como resultado, a finales de 2023 el nivel de PIB se hallaba en torno a un 3 % por encima del nivel prepandemia. No obstante, en términos per cápita, el PIB se situaba en España apenas un 0,3 % por encima de su nivel de finales de 2019 —en un contexto de elevados flujos de inmigración en los dos últimos años—, en contraste con lo observado en la UEM, donde el PIB per cápita se encontraba un 2 % por encima de su nivel previo a la pandemia.

El elevado dinamismo del gasto de los hogares —apoyado por la fortaleza en la creación de empleo en un contexto de retrocesos en la productividad—, del consumo público y de la

demanda externa fue el principal soporte del crecimiento del PIB, mientras que la inversión empresarial mostró una notable atonía. Los elevados ritmos de avance de los servicios vinculados al turismo explicaron en torno a la mitad del crecimiento de 2023.

En paralelo, se ha seguido produciendo un descenso del endeudamiento del sector privado, que acumula ya una caída de 94 pp de PIB desde el máximo alcanzado en 2010. Asimismo, se registró un incremento del superávit por cuenta corriente y una reducción de 7 pp en la posición deudora internacional, hasta el 52,8 % del PIB, 45 pp inferior al máximo alcanzado en 2014. Por su parte, se redujo el déficit y la deuda pública en porcentaje del PIB, que se mantienen, en todo caso, en niveles elevados.

La senda de moderación de la inflación, iniciada en el tercer trimestre de 2022, se prolongó a lo largo de 2023. La reducción de los precios de la energía fue el principal determinante de estos desarrollos, mientras que la moderación de la inflación de los alimentos y de la inflación subyacente fue más gradual. Asimismo, la ralentización de los excedentes unitarios amortiguó el impacto del dinamismo de la remuneración por asalariado.

Las perspectivas para los próximos años

En un entorno de elevada incertidumbre geopolítica, las perspectivas anticipan una estabilización del crecimiento económico mundial en el entorno del 3,2 % en los próximos años, significativamente inferior al observado en las dos últimas décadas (del 3,8 %). Además, seguiría habiendo cierta disparidad entre regiones y la inflación global continuaría moderándose.

En cuanto al área del euro, las proyecciones de los expertos del Banco Central Europeo (BCE) anticipan una recuperación lenta y gradual, hasta el 0,6 % en 2024 y en el entorno del 1,5 % en 2025 y 2026, que se apoyaría, sobre todo, en el consumo privado, favorecido por el incremento de la renta real de los hogares derivado de crecimientos salariales robustos y de descensos en la inflación. También se prevé que se mantenga el dinamismo del consumo público y una evolución favorable de la demanda externa, en un contexto de mejora de los términos de intercambio del área. La política monetaria ejercería gradualmente un menor grado de restricción, de acuerdo con las expectativas de los mercados financieros. En todo caso, los riesgos para este escenario de crecimiento económico están sesgados a la baja, en particular asociados a la guerra de Ucrania y el conflicto en Oriente Próximo.

Respecto a la inflación, se prevé que la desaceleración continúe en los próximos trimestres, si bien en 2024 el descenso sería más lento debido a efectos base al alza, a la retirada gradual de las medidas fiscales adoptadas durante la crisis energética y a la mayor persistencia de la inflación de los servicios, en línea con los patrones históricos. Con todo, las proyecciones contemplan que la inflación se modere hasta el 2,3 % en 2024, y hasta el entorno del 2 % tanto en 2025 como en 2026, en consonancia con el objetivo de inflación de medio plazo del BCE. Asimismo, los riesgos en torno a estas proyecciones de inflación se encuentran equilibrados.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE considera que, si se mantienen estas perspectivas de inflación, sería conveniente empezar a reducir en junio el actual nivel de restricción de la política monetaria. En cualquier caso, dado el nivel de incertidumbre existente, seguiremos aplicando un enfoque dependiente de los datos y en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, sin comprometernos de antemano con una senda concreta de tipos.

En cuanto a la economía española, de acuerdo con las [últimas proyecciones del Banco de España](#), se prevé que la tasa de avance del PIB disminuya del 2,5 % en 2023 al 1,9 % en 2024 y 2025, y al 1,7 % en 2026, por encima del crecimiento potencial.

Entre los factores de soporte que subyacen a estas perspectivas, cabe destacar la reactivación paulatina de la economía europea, la disipación gradual del impacto negativo del endurecimiento de la política monetaria sobre la actividad, la recuperación de las rentas reales de los agentes económicos, el crecimiento poblacional previsto y el impulso fiscal proveniente del programa *Next Generation EU* (NGEU).

En sentido contrario, la acusada debilidad de la inversión y el pobre desempeño de la productividad, así como el agotamiento de algunos vientos de cola que han impulsado recientemente el crecimiento —relacionados con la intensa corrección de algunas de las perturbaciones de oferta negativas que lastraron la actividad en 2021 y 2022—, incidirán negativamente sobre el ritmo de avance futuro de la actividad.

En todo caso, estas proyecciones están rodeadas de una elevada incertidumbre.

En primer lugar, cabe destacar, como en el caso del área del euro, la procedente de las tensiones geopolíticas.

En segundo lugar, dada la persistencia de un alto déficit público estructural y una deuda pública elevada, el cumplimiento de las nuevas reglas fiscales europeas requerirá la implementación

de un plan de consolidación fiscal que permita una corrección gradual de estos desequilibrios. El cumplimiento estricto de las reglas europeas es fundamental para reducir esta vulnerabilidad de la economía española, si bien el impacto de dicho plan de ajuste acarrearía, previsiblemente, un grado de dinamismo de la actividad menor del esperado. Un efecto que se podría amortiguar con una composición del ajuste que favorezca el crecimiento potencial de la economía y su acompañamiento con un paquete de reformas estructurales ambiciosas y las inversiones necesarias para mejorar la capacidad de crecimiento —respaldadas por la plena implementación del programa NGEU—.

En tercer lugar, los costes laborales unitarios vienen mostrando un elevado crecimiento, a pesar de que se mantiene un repunte moderado en los salarios negociados (en línea con las recomendaciones fijadas en el V Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva). Esto se debe a que en los últimos trimestres la remuneración por asalariado en la economía de mercado ha venido registrando aumentos superiores a los incrementos salariales pactados en convenio. Este crecimiento de la remuneración, en un entorno de incremento de los costes laborales no salariales (por ejemplo, cotizaciones sociales) y débil comportamiento de la productividad, ha generado aumentos de los costes laborales unitarios por encima de los observados en el resto de la UEM desde el inicio de la pandemia, lo que podría acabar afectando a la competitividad-precio de las empresas españolas.

En cuarto lugar, de acuerdo con los resultados de las últimas olas de la [Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial](#) (EBAE), las empresas han percibido en los últimos trimestres un aumento de la incertidumbre sobre la política económica que estaría afectando negativamente a un 58 % de las compañías, de forma que este se ha convertido en el principal factor condicionante de la actividad reportado por estas. De mantenerse, estas dinámicas podrían llegar a incidir negativamente sobre las decisiones de inversión empresarial, en un contexto en el que esta se ha mantenido muy débil en los últimos años, y sobre la senda de crecimiento futuro.

Finalmente, las proyecciones están particularmente condicionadas por el ritmo de ejecución del programa NGEU, cuyo impulso se espera que gane tracción en 2024 y 2025.

Los retos estructurales de la economía española y el papel de las políticas económicas

Más allá de las perspectivas a corto y medio plazo, la capacidad de crecimiento de la economía española en los próximos años se verá muy condicionada por un conjunto de retos estructurales

de gran envergadura. Entre estos destacan el impulsar el crecimiento de la productividad, reducir la elevada tasa de paro estructural, garantizar la sostenibilidad de las cuentas públicas, disminuir las vulnerabilidades de ciertos segmentos de hogares —en particular en relación con la accesibilidad a la vivienda—, afrontar los múltiples desafíos que plantea la transición ecológica, y seguir reforzando la capacidad de resiliencia de nuestro sistema financiero. Al mismo tiempo, España debería contribuir activamente a una profundización del proceso de integración europeo, que nos permita afrontar con éxito los numerosos retos globales existentes.

Como he señalado en otras ocasiones, abordar con éxito estos desafíos requiere del diseño e implementación de una estrategia integral de reformas ambiciosas con vocación de permanencia, apoyada en grandes consensos. Como recordaba también recientemente la [declaración del personal técnico del FMI](#) al término de la misión del artículo IV correspondiente a 2024, la falta de estos consensos, en un contexto de elevada fragmentación política, dificultaría el diseño e implementación de las reformas estructurales y del plan de consolidación fiscal, y afectaría negativamente a las perspectivas de crecimiento económico futuro. La prórroga de los Presupuestos Generales del Estado en 2024 —documento que desempeña un papel muy importante para la definición de la política económica en cada ejercicio— evidencia este riesgo y confirma que la incertidumbre que muestran las encuestas empresariales es real.

1 Impulsar el crecimiento de la productividad

En las últimas décadas, la economía española ha experimentado una ralentización en el dinamismo de la productividad, que ha sido significativamente más acusada que la registrada en otros países desarrollados. Este reducido vigor de la productividad representa uno de los principales retos estructurales, al ser —junto con las elevadas tasas de paro— una de las razones por las que nuestra economía se ha mostrado incapaz de alcanzar el nivel de renta per cápita del área del euro a lo largo de las últimas décadas.

El capítulo 2 de este informe examina el pobre desempeño de la productividad en España y muestra que es el reflejo de múltiples factores que interactúan entre sí y sobre los que convendría actuar simultáneamente. Entre ellos destacan aquellos que condicionan el tamaño y la demografía empresarial, así como la reasignación de los recursos productivos entre sectores y empresas, los relacionados con el nivel de capital humano en la población, el *stock* de capital tecnológico y la inversión en innovación, y el marco regulatorio e institucional.

La creación del Consejo de la Productividad, que cuenta entre sus funciones con la elaboración de análisis orientados a la evaluación y diagnóstico de la productividad y la competitividad de la economía española, podría favorecer la adopción de reformas en el futuro. Su eficacia exigiría la independencia y la competencia profesional de los miembros del Consejo, así como los recursos suficientes para poder efectuar análisis rigurosos.

1.1 Incrementar el tamaño empresarial y facilitar la reasignación de los recursos productivos entre sectores y empresas

Las empresas de mayor tamaño suelen presentar niveles de productividad más elevados, además de estar más diversificadas que sus competidoras de menor tamaño, no solo en términos de sus productos y clientes, sino también en cuanto a sus fuentes de financiación. De este modo, el elevado peso de las empresas de menor tamaño en España en comparación con otros países de nuestro entorno representa una de las causas de la baja productividad. En 2021, un 76,8 % de las empresas españolas tenían entre uno y cuatro empleados, el mayor porcentaje en la Unión Europea (UE) y muy por encima del que se observaba, por ejemplo, en Alemania (63,2 %), Francia (70,4 %) e Italia (72,5 %). Esta brecha se ha mantenido relativamente estable en las últimas décadas y no se explica solo por la particular composición sectorial de nuestra economía.

En términos de la demografía empresarial, destacan tanto el reducido crecimiento de la productividad en las empresas activas como la escasa aportación de la creación neta de empresas. En el mismo sentido, se observa un menor grado de creación y destrucción de empresas, especialmente en el período más reciente, cuando este mecanismo es uno de los que habitualmente contribuyen de forma más decisiva al avance de la productividad.

Se han identificado múltiples obstáculos que han venido condicionando el tamaño y la demografía empresarial en nuestro país. Entre estos, cabe destacar aquellos relacionados con el elevado volumen y complejidad de la regulación —que, en ocasiones, generan también trabas a la unidad de mercado—, la existencia de umbrales regulatorios asociados de manera arbitraria al tamaño de las empresas, el reducido acceso a fuentes de financiación no bancarias, el funcionamiento ineficiente de los procesos de insolvencia, y procesos de asignación de licitaciones públicas que hacen recaer estas, mayoritariamente, en empresas grandes. La eliminación de estos obstáculos podría tener efectos muy positivos sobre el crecimiento de la productividad.

Tal y como describe el capítulo 2 del Informe, en los últimos años se han aprobado diversas iniciativas que tratan de fomentar el crecimiento empresarial y facilitar la reasignación eficiente de los factores productivos. No obstante, aún es pronto para valorar con rigor si dichas iniciativas serán efectivas a la hora de corregir las deficiencias identificadas.

1.2 Favorecer la acumulación de capital humano

El nivel y la calidad del capital humano son un determinante fundamental del crecimiento económico. A nivel individual, se observa un claro retorno positivo de la educación, que parece estar aumentando con el tiempo. Así, en 2019, alcanzar el Bachillerato o la FP media ofrecía una rentabilidad —en términos de ingresos laborales futuros— del 18 % para los hombres y del 26 % para las mujeres respecto a disponer únicamente de la titulación de la ESO.

A pesar de las mejoras de las últimas décadas, el nivel educativo de la población española sigue siendo inferior a la media europea. España es también uno de los países europeos con mayores tasas de abandono escolar; los resultados que miden la calidad educativa en pruebas internacionales —como las del programa PISA— son mediocres en términos relativos y el nivel formativo de la población adulta —tanto trabajadores como empleadores y autónomos— es bajo.

Las políticas públicas deben promover la permanencia y el éxito de los estudiantes en los niveles educativos inferiores. Para ello, existen diversos programas de acompañamiento que se han mostrado útiles. Además, sería conveniente que el sector público proporcionara a los estudiantes (y sus familias) suficiente información en cuanto a los rendimientos laborales de la formación, de forma que estos puedan adoptar decisiones debidamente informadas. La mejora de la educación económico-financiera de la población, que sigue siendo reducida, también ayudaría a este objetivo.

Por otra parte, resulta fundamental mejorar la capacidad de adaptación de la oferta educativa a los cambios estructurales observados en el mercado de trabajo. En el ámbito de la formación universitaria pública presencial, la oferta parece estar reaccionando de manera muy limitada a las necesidades de la demanda, lo que podría lastrar la capacidad productiva de la economía y limitar la igualdad de oportunidades.

Por su parte, una FP de calidad puede ser una alternativa muy eficaz para reducir tanto el abandono escolar como algunos de los desajustes que se observan actualmente —y que

podrían incrementarse en el futuro— entre la demanda y la oferta de trabajo en el mercado laboral. La FP dual se ha mostrado eficaz a la hora de mejorar la empleabilidad, los niveles salariales y las tasas de retención de los trabajadores. Cumplir los objetivos marcados del Programa de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR) de incrementar las plazas ofertadas exigirá, no obstante, asegurar que las empresas tengan los incentivos adecuados para generar dichas plazas. Además, a nivel internacional, no existe evidencia unívoca sobre si el mejor rendimiento a corto plazo de la FP dual se mantiene a lo largo de la vida laboral, en especial en un contexto de cambio tecnológico acelerado. Por tanto, es conveniente acompañar su despliegue con un refuerzo del sistema de formación continua de los trabajadores.

1.3 Promover la inversión en capital físico y tecnológico y la innovación

Un aspecto adicional que ha contribuido al escaso dinamismo de la productividad es el reducido peso de la innovación. En España, el porcentaje de empresas innovadoras es más bajo que en otros países de nuestro entorno, incluso teniendo en cuenta la distribución sectorial y el menor tamaño de las empresas.

Desde el estallido de la crisis sanitaria, en España la recuperación de la inversión en intangibles ha sido más robusta que la de otros componentes de esta variable. Sin embargo, este avance no ha sido suficiente para cerrar de manera apreciable la brecha con respecto al promedio de la UEM. Por otro lado, en 2023 la inversión en maquinaria y equipo se situaba en España más de 8 pp por debajo de su nivel prepandemia, mientras que, en el conjunto de la UEM, se encontraba un 3 % por encima.

Para promover la inversión empresarial y la innovación hay que facilitar el acceso a la financiación externa, desarrollando los mercados de capital riesgo, y revisar la eficiencia y el diseño del sistema de incentivos fiscales a la innovación. Medidas recientes desplegadas en este ámbito, como la Ley de Fomento del Ecosistema de las Empresas Emergentes y la Ley de la Ciencia, la Tecnología y la Innovación, podrían ayudar a lograr dichos objetivos. También es necesario proporcionar un marco regulatorio y un entorno institucional estable.

1.4 Mejorar la calidad y la confianza en las instituciones

El marco institucional, su calidad y, en particular, el grado de confianza que generan las instituciones en los agentes económicos son un determinante fundamental del crecimiento a

largo plazo. En ese sentido, de acuerdo con distintos indicadores, desde la crisis financiera se ha producido en nuestro país una caída en la confianza en las instituciones y en la percepción de su calidad; un deterioro que habría sido más acusado que el observado en otros países de nuestro entorno.

Se hace necesario, por tanto, impulsar la eficacia y la eficiencia de las Administraciones Públicas (AAPP) españolas, incluido el sistema judicial. La futura aprobación de los estatutos de la Agencia Estatal de Evaluación debería permitir el desarrollo de la evaluación *ex ante* y *ex post* —en este último caso, y respecto a la revisión del gasto público, a través de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF)— de las políticas y los programas de la Administración General del Estado. Sería deseable, además, la extensión de la evaluación de las políticas públicas al resto de las Administraciones.

2 Reducir la elevada tasa de paro estructural

Entre el cuarto trimestre de 2019 y el último trimestre de 2023, se crearon en España 1,28 millones de puestos de trabajo. En el mismo período, la tasa de empleo (número de ocupados en relación con la población de 16-64 años) pasó del 63,7 % al 65,9 % y la temporalidad se redujo hasta el 16,5 % (25,4 % a finales de 2021). Con ello se ha producido una considerable convergencia de la ratio de temporalidad hacia el promedio del área del euro, si bien se mantiene cercana al 30 % en el sector público. No obstante, los flujos de salida del empleo al desempleo —que aproximan el grado de estabilidad en el empleo— se mantienen sensiblemente por encima de los observados en el conjunto de la UEM.

El crecimiento del empleo se ha producido con notable heterogeneidad sectorial, ocupacional y geográfica. Así, las tasas de empleo han aumentado más en las comunidades autónomas (CCAA) donde eran menos elevadas, en los grupos de población con niveles de estudios más avanzados y en el sector público. Por su parte, los trabajadores de nacionalidad extranjera explican el 72 % del incremento de la población activa desde principios de 2022 hasta finales de 2023 (788.000 personas) y un 54 % del aumento del empleo en ese período (1,06 millones).

Como resultado, la tasa de paro ha seguido una tendencia descendente desde mediados de 2020. No obstante, a finales de 2023 era todavía del 11,8 %, el doble que la del conjunto de la UE-27. Esta diferencia es especialmente acusada en lo que respecta al desempleo juvenil, la

incidencia del paro de larga duración y la situación laboral de los trabajadores con edades cercanas a la jubilación. A pesar de esta elevada tasa de paro, se observa, además, escasez de mano de obra en determinados sectores.

Una parte importante de las diferencias internacionales que se observan en las tasas de paro está relacionada con las instituciones y con políticas laborales. Entre ellas se suele destacar el diseño de las políticas activas —cuyo objetivo principal debe consistir en aumentar la empleabilidad de los parados— y pasivas de empleo —que han de ofrecer un nivel adecuado de protección a los desempleados, al tiempo que deben proporcionar los suficientes incentivos para el retorno al empleo—, así como otros elementos que influyen tanto en el ritmo de creación de empleo como en su estabilidad —por ejemplo, las distintas modalidades contractuales disponibles, el nivel de los costes de despido o los múltiples factores que condicionan la negociación colectiva—.

Además, hay que tener en cuenta que se están produciendo transformaciones profundas en el mercado laboral, tanto en el ámbito tecnológico como en el demográfico. Los cambios tecnológicos proceden principalmente de los desarrollos de la robótica y de la inteligencia artificial. Los demográficos tienen que ver, sobre todo, con el envejecimiento de la población trabajadora, fruto de la reducción del tamaño de las nuevas cohortes que entran en el mercado de trabajo y del alargamiento de la vida laboral. Ambos fenómenos tienen implicaciones importantes para la demanda y la oferta de trabajo, así como para la eficacia de las políticas de empleo y, en general, de las políticas económicas.

En este contexto, la revisión de las políticas de empleo resulta prioritaria. En concreto, en línea con la nueva Ley de Empleo, los servicios públicos de empleo deberían introducir técnicas de diseño de perfiles profesionales y de emparejamiento de los desempleados con los puestos de trabajo disponibles. En paralelo, se hace necesaria una evaluación continua de los programas de formación e intermediación laboral que permita mejorar tanto su diseño como la asignación de recursos y valorar posibles colaboraciones y sinergias con el sector privado. Por su parte, las prestaciones por desempleo deben ofrecer una adecuada protección a los parados, sin que ello desincentive la búsqueda de empleo y la movilidad laboral, lo que se podría conseguir, por ejemplo, mediante la compatibilidad de las prestaciones con el empleo y con un perfil decreciente en el tiempo.

Adicionalmente, para favorecer la necesaria reasignación sectorial y ocupacional del empleo, resultaría adecuado seguir avanzado en la definición de las causas objetivas de despido y en la reducción de la incertidumbre asociada con estos procesos. Con el mismo propósito, la

negociación colectiva debe permitir que las condiciones laborales puedan adaptarse con una cierta flexibilidad a las distintas circunstancias de las empresas.

Asimismo, el alargamiento de la vida laboral debería fomentarse —más allá del aumento de la edad legal de jubilación— con la eliminación de distintos elementos, que, en la práctica, están contribuyendo a expulsar del mercado laboral a los trabajadores de mayor edad.

Por su parte, el salario mínimo interprofesional (SMI) ha aumentado un 54 % desde 2018, superando el 60 % del salario bruto mediano, con gran disparidad entre provincias, y se estima que en 2024 afectará al 12,7 % de los trabajadores. Alcanzados estos niveles, sería conveniente que eventuales aumentos futuros del SMI tuvieran en cuenta —mediante un análisis *ex ante* detallado— los posibles efectos adversos que podrían suponer, en ausencia de mejoras en la productividad, para el empleo de determinados grupos de trabajadores, empresas y regiones.

Finalmente, en relación con la jornada laboral legal, hay que tener en cuenta que avanzar en su reducción sin contemplar ni la considerable heterogeneidad en la duración de la jornada entre distintos tipos de empresas y sectores ni las ganancias de productividad, que son las que permiten finalmente aumentos salariales y reducciones de la jornada laboral, conllevaría riesgos para el crecimiento del empleo.

3 Garantizar la sostenibilidad de las cuentas públicas

Si bien la ratio de deuda pública sobre PIB descendió desde el máximo alcanzado durante la pandemia (120,3 % en 2020) hasta situarse ligeramente por debajo del 108 % a finales de 2023, este nivel es muy elevado desde un punto de vista histórico y se encuentra unos 30 pp (17 pp) por encima de la media aritmética (ponderada) de la UEM.

Por su parte, el déficit de las AAPP se redujo desde el 4,7 % del PIB en 2022 hasta el 3,6 % en 2023. En un contexto en el que los gastos mantuvieron un elevado dinamismo, esta reducción respondió al vigor que siguieron mostrando los ingresos. Desde 2019, el peso de la recaudación por impuestos y cotizaciones sociales sobre PIB aumentó 2,5 pp y se situó ligeramente por encima de la media aritmética de la UE (si bien 3 pp por debajo de la media ponderada).

El elevado dinamismo de los ingresos públicos de los últimos cuatro años se concentra, predominantemente, en el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), debido al crecimiento real tanto de la base tributaria (el número de empleados y de pensionistas) como

de la base nominal (los salarios, las prestaciones sociales y otras rentas de los hogares). Esta última se está viendo impulsada por el episodio inflacionista. En efecto, el crecimiento nominal de la base del IRPF puede dar lugar a un incremento de los tipos medios efectivos del impuesto cuando los parámetros que determinan la cuota tributaria no se actualizan plenamente al ritmo de crecimiento de dicha base. Este efecto, denominado «progresividad en frío», provoca que, ante incrementos de la renta en un determinado porcentaje, la cuota tributaria aumente en un porcentaje aún mayor. En conjunto, los tipos medios efectivos del IRPF se habrían elevado de un 12,8 % en 2019 a un 14,7 % en 2023; un 70 % de dicho incremento lo explica el efecto progresividad en frío. Este efecto habría afectado en mayor medida a los declarantes situados en la parte central de la distribución de la renta.

No obstante, el aumento de los ingresos se ha visto más que compensado por un incremento en los gastos. Como consecuencia, de acuerdo con las estimaciones del Banco de España, el déficit estructural de las AAPP habría aumentado: desde un 3,1 % del PIB en 2019 hasta un 3,7 % del PIB en 2023.

3.1 Diseñar e implementar un plan de consolidación fiscal de medio plazo

La necesaria corrección del elevado desequilibrio de las cuentas públicas exige implementar, sin demora, un plan de consolidación presupuestaria de medio plazo.

El plan de consolidación habrá de ajustarse al nuevo marco fiscal de la UE. En concreto, este marco parte de la elaboración de planes presupuestarios, con una duración de hasta siete años si se cumplen determinadas condiciones —la implementación de reformas estructurales que mejoren las perspectivas de crecimiento o inversiones públicas alineadas con los objetivos comunes de la UE—. Las estimaciones del Banco de España apuntan a que el cumplimiento del nuevo marco fiscal obligaría a una reducción anual promedio del déficit estructural primario en España de unos 0,5 puntos de PIB entre 2025 y 2031.

Además, sería deseable que el plan se enmarque en un cuadro macroeconómico prudente y detalle las medidas de ingresos y gastos que permitan la consecución de los objetivos de déficit. Esto incrementaría la confianza en el proceso de consolidación y la certidumbre en torno a las políticas económicas.

En cuanto a su composición, por el lado del gasto público, es imprescindible aumentar su eficiencia, en línea con las recomendaciones del *Spending Review* realizado por la AIREF,

y optimizar su distribución entre partidas para promover un crecimiento económico robusto y equitativo. En cuanto a los ingresos, debe efectuarse una revisión integral del sistema tributario para mejorar su eficacia y eficiencia. El incremento del peso relativo de la imposición sobre el consumo y el medioambiente, que es relativamente bajo en comparación con el de otras economías europeas, la reducción de los cuantiosos beneficios fiscales y la coordinación del sistema fiscal a escala internacional son algunas de las pautas que debería seguir esta reforma.

El plan de consolidación exigirá también el concurso de todas las AAPP. Asimismo, sigue pendiente una reforma del sistema de financiación autonómica que corrija algunas de las limitaciones que este ha mostrado a lo largo de las últimas décadas. Dicha reforma debería cumplir con los principios de suficiencia de los recursos disponibles para las CCAA —sobre la base de algún método de cálculo objetivo de las necesidades reales de gasto—, corresponsabilidad fiscal y transparencia en los distintos parámetros que determinan el funcionamiento del sistema y su evolución. Asimismo, resulta fundamental una aplicación estricta de las reglas fiscales a todos los niveles de gobierno. En este sentido, una eventual condonación de parte de la deuda que las CCAA han acumulado en las últimas décadas podría tener efectos negativos sobre los incentivos a un comportamiento fiscal disciplinado por parte de estas en el futuro. La reforma debería resolver también la falta de estabilidad del sistema, que ha generado un incentivo a promover los procesos negociadores como un medio de incrementar el volumen de financiación adquirida.

3.2 Garantizar la sostenibilidad del sistema de pensiones

La economía española se encuentra inmersa en un proceso de envejecimiento poblacional, que se intensificará en las próximas décadas y que será más acusado que el de otros países de nuestro entorno. De acuerdo con las proyecciones de Eurostat, entre 2023 y 2053 la tasa de dependencia (la ratio entre los mayores de 66 años y el colectivo de entre 16 y 66 años) en España aumentará en 27,2 pp, hasta el 53,8 %, mientras que en el promedio de la UE el incremento será de 16,6 pp, hasta el 45,8 %.

Por su parte, si bien los flujos migratorios han registrado un dinamismo muy elevado en los últimos años, no parece probable que estos puedan evitar el proceso de envejecimiento poblacional ni resolver por completo los desajustes que podrían surgir en el mercado de trabajo en el futuro.

Desde la perspectiva de las cuentas públicas, esta evolución demográfica generará un incremento sustancial del gasto en pensiones en las próximas décadas. De acuerdo con las

proyecciones de la AIReF, dicho gasto escalará, en un escenario central, desde un 13,6 % del PIB en 2021 hasta el 16,2 % en 2050, mientras que el *Informe de Envejecimiento 2024* de la Comisión Europea sitúa esta última cifra en el 17,3 % en su escenario base.

En este contexto, entre 2021 y 2023 se llevó a cabo una nueva reforma del sistema de pensiones, que incluyó, entre otras medidas, el establecimiento por ley de la revalorización de las pensiones con el IPC, la supresión del factor de sostenibilidad, el aumento de los incentivos a prorrogar la edad de jubilación y un incremento de los recursos de la Seguridad Social, a través de un aumento de las cotizaciones a cargo de las empresas y de los trabajadores, que se convierte en la vía de ajuste por defecto (cláusula de salvaguarda) si se producen desequilibrios financieros en el sistema.

El análisis conjunto de los principales cambios normativos introducidos, si bien está sujeto a una considerable incertidumbre, apunta a unas mayores obligaciones de gasto a largo plazo, que no han sido plenamente compensadas por el lado de los ingresos. A este respecto, en 2025 está prevista la evaluación de la cláusula de salvaguarda introducida por la nueva reforma. Las estimaciones del Banco de España sugieren que, en el caso de ser necesaria su activación, realizar el ajuste correspondiente exclusivamente mediante un incremento de las cotizaciones sociales podría ser perjudicial para el empleo y la competitividad de la economía española.

De cara al futuro, sería deseable analizar en profundidad el efecto de los distintos cambios normativos introducidos. En relación con los incentivos a posponer la edad de jubilación, este informe incluye un análisis según el cual esta bonificación, en una primera aproximación, tendría un efecto limitado en la reducción del gasto en pensiones. También convendría estudiar los efectos sobre el mercado de trabajo y la competitividad de las empresas derivados del incremento de las cotizaciones sociales, así como sus consecuencias sobre la equidad intergeneracional; analizar medidas alternativas, incluidas las que afectan a las tasas de reemplazo, que se encuentran en niveles superiores a los de la media de los países de nuestro entorno, y examinar la evolución del ahorro privado para la jubilación y su capacidad para complementar las prestaciones del sistema público.

4 Reducir las vulnerabilidades observadas en algunos segmentos de hogares

Los datos de la Encuesta de Condiciones de Vida apuntan a que, en un contexto de fuerte dinamismo del empleo, la desigualdad de la renta en nuestro país se habría situado, en 2022,

en niveles muy similares, e incluso inferiores, a los observados antes del comienzo de la crisis financiera global.

No obstante, se aprecian algunas bolsas de vulnerabilidad en determinados colectivos, que estarían relacionadas, en gran parte, con dificultades de acceso al empleo y a la vivienda. España destaca como la economía europea en la que un mayor porcentaje de inquilinos se encuentran en una situación de riesgo de pobreza o de exclusión social. En concreto, en 2022 se encontraban en esta situación el 45 % de los hogares españoles que residían en una vivienda alquilada, frente al 31 % del promedio de la UE-27.

Por su parte, los datos de la [Encuesta Financiera de las Familias](#) muestran que, en 2002, el 43 % de la riqueza neta total de la economía en manos de los hogares españoles se concentraba en el 10 % más rico de la población, mientras que este porcentaje era del 54,3 % en 2020. En cualquier caso, este es un porcentaje significativamente más reducido que el observado en otros países. En el contexto mundial, por ejemplo, en 2021 el 10 % más rico poseía el 76 % de toda la riqueza.

Por otro lado, se observa que la correlación entre los años de educación de padres e hijos adultos cayó a lo largo de la segunda mitad del siglo XX, lo que sería indicativo de una mejora de la movilidad intergeneracional y, con ello, de la igualdad de oportunidades. No obstante, se aprecia una notable heterogeneidad, entre municipios y provincias, en el nivel de esta correlación.

Abordar los retos que se derivan de la existencia de estas bolsas de vulnerabilidad entre los hogares españoles requiere de la actuación de las políticas públicas en dimensiones muy diversas. En particular, resulta crucial reducir la elevada tasa de paro estructural de nuestra economía y aumentar la acumulación de capital humano en la población a través de la mejora de la calidad de nuestro sistema educativo.

Asimismo, las políticas de rentas y transferencias pueden desempeñar un papel relevante para mitigar las implicaciones adversas que están asociadas a niveles de desigualdad o vulnerabilidad elevados. En todo caso, es preciso analizar la capacidad de dichas actuaciones para alcanzar los objetivos propuestos y sus implicaciones en términos de eficiencia y equidad. En este sentido, algunos estudios de la AIReF apuntan a que existe margen para mejorar la integración del ingreso mínimo vital, de las distintas rentas de subsistencia locales y regionales y de las prestaciones asistenciales por desempleo.

4.1 Reducir los problemas de accesibilidad a la vivienda

El mercado de la vivienda residencial, tanto en el segmento de compraventa como en el de alquiler, ha presentado durante los últimos años desajustes crecientes entre la oferta y la demanda. Esta situación se explica tanto por la fortaleza de la demanda como por la relativa rigidez de la oferta.

La demanda se ha visto impulsada por el crecimiento demográfico vinculado, en buena medida, a los importantes flujos migratorios del exterior, que se han intensificado desde 2022. Este crecimiento de la población se concentra en determinadas CCAA y en las principales áreas urbanas. El aumento de la demanda se ha visto acompañado, además, por la fortaleza de la procedente de no residentes, ya sea en propiedad o en alquiler —fundamentalmente vacacional—. Todo ello en un contexto macroeconómico favorable en el que, a pesar del endurecimiento monetario iniciado en 2021, las compraventas de vivienda y los flujos de nuevo crédito hipotecario residencial en 2023 se sitúan por encima de los registrados en 2019.

Por su parte, la oferta de vivienda residencial ha crecido más lentamente. Cabe destacar, en particular, la limitada contribución de la vivienda nueva a la oferta agregada de vivienda residencial. Esto se explica, entre otros factores, por la escasez de mano de obra para la construcción, el aumento de los costes de producción y la falta de inversiones para la adquisición y el desarrollo de nuevo suelo urbano disponible para la edificación. La relativa rigidez de la oferta también se explica por la reducida capacidad de rehabilitación de viviendas, la falta de adecuación de las viviendas vacías a las preferencias actuales de los hogares, la incertidumbre regulatoria y el auge de usos alternativos de la vivienda, como el alquiler vacacional o el de temporada.

Estos desajustes entre la oferta y la demanda de vivienda residencial se han traducido en un incremento sostenido de los precios desde 2014, de mayor intensidad en las grandes áreas urbanas y las zonas turísticas, que son aquellas en las que más ha aumentado la demanda.

Los desajustes entre la oferta y la demanda son especialmente acusados en el segmento del alquiler residencial en los centros de las grandes áreas urbanas. Así, los colectivos con menores rentas, como los jóvenes y la población de origen extranjero, habrían concentrado su demanda residencial en el mercado del alquiler. Esta circunstancia se explica, en parte, por el hecho de que estos colectivos carecen del ahorro y el nivel de renta necesarios para acceder a un préstamo hipotecario con el que financiar la compra de vivienda.

A pesar del significativo aumento de la oferta de alquiler residencial por parte de los particulares, el desarrollo de este mercado habría sido insuficiente para absorber la pujanza de la demanda, en un contexto en el que se observa un reducido peso de los agentes profesionales y del alquiler social. La insuficiencia de la oferta y los problemas en el funcionamiento de este mercado se reflejan, por ejemplo, en unos precios del alquiler elevados en comparación con el precio de compraventa, especialmente en las áreas donde se concentran los hogares con menores rentas.

Desde la perspectiva de la estabilidad financiera, las vulnerabilidades y los riesgos asociados a este mercado están contenidos. Ello responde en gran medida a la aplicación de estándares crediticios prudentes por parte de las entidades bancarias en la concesión de préstamos hipotecarios, evitando que se acumularan desequilibrios como los que llevaron a la crisis inmobiliaria y bancaria de 2008-2013. En este sentido, no se detectan señales de alerta relacionadas con la situación del mercado de crédito, ni existen indicios de sobredimensionamiento de la actividad inmobiliaria. Además, de acuerdo con la información más reciente, los indicadores de valoración de la vivienda se situarían, en promedio, en niveles próximos al de equilibrio.

En cambio, los problemas de acceso a la vivienda se han incrementado durante los últimos años. Por colectivos, estas dificultades son de mayor intensidad en los hogares de menor renta y escasa capacidad de ahorro, situación en la que se encuentran, sobre todo, los jóvenes y la población de origen extranjero. Por zonas geográficas, las mayores dificultades se producen en aquellas áreas que registran un mayor dinamismo de la actividad económica y turística.

Entre el conjunto de hogares que han accedido a la vivienda en propiedad con financiación hipotecaria, la proporción de los que realizan un sobreesfuerzo en su gasto en vivienda es, sin embargo, reducida. Este hecho reflejaría, al menos en parte, la adecuada selección que realizan los bancos, que condicionan la financiación a los hogares a la disponibilidad de suficiente ahorro y nivel de renta en relación con los precios de compra de la vivienda. En contraste, en el grupo de hogares que residen en una vivienda alquilada, el porcentaje de aquellos que experimentan una situación de sobreesfuerzo asociado a su gasto en vivienda es muy elevado, por encima de los del promedio de la UE-27.

Los problemas de acceso a la vivienda tienen implicaciones adversas tanto desde el punto de vista social como económico. En particular, la situación de sobreesfuerzo vinculado al gasto en vivienda de los hogares limita su capacidad de ahorro y puede distorsionar, entre otras, sus decisiones de consumo e inversión, las de localización geográfica y natalidad y las relativas a la acumulación de capital humano. Como resultado, los problemas de acceso a la vivienda podrían dar lugar a pérdidas de productividad agregadas y a un menor crecimiento económico.

La magnitud del problema diagnosticado hace difícil vislumbrar que actuaciones aisladas de corto plazo puedan tener el alcance suficiente para reducir de forma significativa las actuales dificultades de acceso a la vivienda. Al mismo tiempo, algunas medidas, como los controles sobre los precios del alquiler, cuya efectividad pudiera ser relativamente limitada en el corto plazo, podrían acabar generando efectos indeseados significativos —en forma, por ejemplo, de reducción de la oferta—.

Por el contrario, sería deseable que las reformas adoptadas contemplaran un horizonte temporal amplio y que involucraran a las distintas AAPP con responsabilidades en materia de vivienda, de forma coordinada y en colaboración con la iniciativa privada. Estas actuaciones deberían poner el foco en el estímulo de la oferta de vivienda, sobre todo en el mercado del alquiler y en el alquiler social, y priorizar la asignación de los recursos disponibles entre los colectivos más vulnerables. Además, deberían considerar otros ámbitos que afectan al mercado de la vivienda, como los relativos al funcionamiento del mercado de trabajo, al dinamismo de la productividad y a las políticas tributarias y de transporte.

5 Afrontar la transición ecológica

La lucha contra el cambio climático y la transición hacia una economía más sostenible representan uno de los mayores retos a los que se enfrenta nuestra sociedad. España ha asumido compromisos ambiciosos en esta materia, alineados con la UE y otras economías avanzadas.

El Banco de España ha venido desarrollando una intensa agenda de investigación para profundizar en las diversas implicaciones de este fenómeno en la economía española. De hecho, el *Informe Anual* del Banco de España de 2021 dedicó un [capítulo](#) específico a esta cuestión, que se complementó en el de 2022 con un [análisis](#) de las implicaciones de la crisis energética.

Estos estudios confirman los elevados costes económicos que supondría no ajustar a escala global la senda actual de emisiones de gases de efecto invernadero (GEI). También subrayan que el retraso en la acción aumenta tanto los costes físicos como de transición del proceso. Por consiguiente, debería adoptarse una estrategia de mitigación ambiciosa, temprana, ordenada y predecible. Esta estrategia debería ser, además, global para resultar eficaz. Los gobiernos deben jugar un papel protagonista en este proceso a través de la imposición medioambiental, de la inversión pública y de la regulación de la actividad económica. En particular, requerirá el despliegue masivo de fuentes de energía renovables, para lo que España disfruta de condiciones climáticas muy favorables. Adicionalmente, exigirá apostar

decididamente por las ganancias de eficiencia energética, lo que, a su vez, contribuirá a reducir el impacto negativo de la transición ecológica sobre la actividad.

Hay que tener en cuenta, además, que el cambio climático y la transición hacia una economía más sostenible tendrán una incidencia muy desigual entre las distintas regiones, ramas de actividad, empresas y hogares, y que pueden tener un impacto especialmente adverso en los colectivos más vulnerables. Por ello, debe prestarse una especial atención a mitigar los efectos distributivos. De otro modo, no solo los costes económicos de la transición ecológica serían más elevados, sino que, además, la velocidad y la ambición de dicha transición podrían verse condicionadas por episodios de contestación social.

6 Seguir reforzando la resiliencia del sector bancario español

En el último año, el sector bancario español y el del conjunto de países de la UE se han mostrado resilientes. También se han ajustado, con resultado favorable para su situación financiera, al entorno macrofinanciero marcado por el endurecimiento monetario, que ha puesto fin al período prolongado de tipos de interés bajos en el que las entidades bancarias habían operado durante cerca de una década. A ello ha contribuido, además de la robustez del crecimiento económico, la sólida posición financiera de partida con la que las entidades bancarias afrontaban el ciclo de subidas de tipos de interés, favorecida por el marco regulatorio desarrollado a escala internacional durante los últimos años, cuya vigencia se ha visto reivindicada.

En particular, las entidades bancarias españolas han logrado una mejora significativa de su rentabilidad, impulsada fundamentalmente por el crecimiento del margen de intereses, y favorecida también por una evolución contenida de las pérdidas por deterioro, sobre todo en el negocio nacional.

La buena evolución del margen de intereses se ha sustentado, a su vez, en la traslación asimétrica del alza de los tipos de interés al activo y al pasivo de las entidades. Pese a que se ha observado una cierta contracción del crédito, coherente con su mayor coste tras el endurecimiento monetario, esta no ha tenido entidad suficiente como para lastrar el resultado.

Asimismo, la posición de liquidez del sistema bancario se ha mantenido en niveles muy superiores al mínimo exigido, mientras que la solvencia, aunque ha mejorado ligeramente, no ha acortado la brecha desfavorable que, en promedio, mantiene respecto a la de los principales sistemas bancarios europeos.

Ahora bien, el buen desempeño de las entidades no debe llevar a la complacencia, sobre todo en el escenario de elevada incertidumbre todavía existente.

Es importante reconocer, por un lado, que la mejora del margen de intereses asociada a la subida de los tipos de interés probablemente ha alcanzado ya su punto más elevado. Así, esta partida podría estabilizarse o incluso ajustarse a la baja en la medida en que se produzca un progresivo estrechamiento del diferencial entre los rendimientos de las posiciones de activo y los costes medios de las de pasivo. Por otro lado, el grueso de los efectos adversos del endurecimiento monetario reciente, como es el caso del deterioro de la calidad de la cartera crediticia, se puede manifestar con un cierto desfase.

Por ello, las entidades deben aprovechar la situación favorable de rentabilidad para mejorar la solvencia del sector. Ello contribuiría a preservar su capacidad de intermediación bancaria si se materializaran los riesgos mencionados.

En este contexto, el Banco de España está analizando la posibilidad de establecer un nivel positivo del colchón de capital anticíclico (CCA) cuando se identifique que los riesgos sistémicos cíclicos se sitúan en un nivel estándar, intermedio entre un nivel elevado y un nivel bajo. La activación de este colchón en fases más tempranas proporcionaría más capital liberable en fases cíclicas adversas, lo que ayudaría a sostener el flujo de crédito a la economía real durante las mismas y contribuiría al objetivo de estabilización macroeconómica. El Banco de España informará de sus conclusiones sobre esta cuestión en fechas próximas a la de publicación de este *Informe Anual*.

En paralelo, las entidades deben seguir afrontando los numerosos retos de medio y largo plazo a los que se enfrentan, entre los que destacan los asociados al cambio tecnológico, las interconexiones con el sector financiero no bancario, los riesgos financieros derivados del cambio climático y los ciberriesgos.

7 Impulsar una mayor integración en la Unión Europea

La agenda nacional de reformas económicas que España necesita tendrá un mayor rendimiento si viene acompañada, a su vez, de una mayor integración económica a escala europea que permita a la UE en su conjunto abordar los retos a los que nos enfrentamos.

El mundo es hoy más complejo e integrado que el que vio nacer el Mercado Único Europeo o la propia UEM: la competencia económica y geopolítica entre los distintos actores globales es

mayor, lo que hace más necesario que la UE saque el máximo rendimiento de la escala que puede alcanzar si profundiza en su integración. Las vías para lograr este objetivo son un mercado único más integrado y una UEM más completa.

7.1 Avanzar hacia una Unión Fiscal y garantizar la estabilidad presupuestaria

Los actuales retos a los que se enfrenta la UE son comunes a todos los países y, por tanto, requieren acciones conjuntas. Las soluciones nacionales no son suficientes. Esto es particularmente cierto en el caso de los ámbitos de la defensa y la seguridad, las infraestructuras energéticas y la lucha contra el cambio climático o el apoyo a determinadas industrias que provean de capacidades tecnológicas estratégicas a escala global.

Tales necesidades, dado que tienen un carácter de bienes públicos europeos, resulta deseable que sean financiadas con cargo a recursos y políticas comunes. Una financiación nacional resultaría ineficiente —puesto que no internalizaría de manera adecuada las necesidades y prioridades de la UE en su conjunto— y seguramente insuficiente y distorsionadora, al depender del espacio fiscal individual en cada uno de los países o de la introducción de incentivos diferenciales en forma de ayudas de Estado por parte de los países que puedan alterar la competencia dentro del mercado común europeo.

Más allá de asegurar un nivel óptimo y de provisión eficiente de estos bienes públicos europeos, resulta necesario contar, además, con mecanismos de actuación cíclicos en el área del euro que aseguren que el tono de la política fiscal agregada sea el adecuado en cada momento. La experiencia histórica ha demostrado que, aisladamente, los mecanismos de coordinación de las políticas fiscales de los distintos Estados miembros —el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC)— no han sido capaces de conseguir este objetivo.

Todo ello sin olvidar que la estabilidad presupuestaria resulta fundamental para el funcionamiento de la UEM. Tras la aprobación de la reforma del PEC, el éxito y la credibilidad del nuevo marco dependerá crucialmente de su aplicación efectiva por parte de todos los países.

7.2 Culminar la Unión Bancaria y crear una Unión de los Mercados de Capitales

Los retos económicos y geopolíticos a los que se enfrenta la UE precisan también de cuantiosas inversiones privadas, en particular en los ámbitos de la transformación digital, la transición

climática y la innovación tecnológica. Para ello habría, por una parte, que ampliar el tamaño de los mercados de capitales en la UE y, por otra, aumentar su integración. Ambos objetivos resultan esenciales para poder canalizar de forma eficiente el sustancial ahorro interno europeo hacia proyectos de inversión rentables que favorezcan el crecimiento. En particular, los mercados de capitales han demostrado que pueden ofrecer productos financieros más adecuados para la financiación de actividades de investigación o de innovación de alta rentabilidad-riesgo que la financiación bancaria, que en Europa resulta más preponderante que en otras economías más dinámicas, como Estados Unidos.

Para incrementar la profundidad de los mercados de capitales, un elemento clave es la adecuada promoción del ahorro previsional en la UE y su canalización hacia la inversión productiva, lo que, además, ayudaría a afrontar algunos de los retos asociados al envejecimiento poblacional. En este sentido, el volumen de activos en los que se materializa el ahorro para pensiones de las familias en Estados Unidos (137 % del PIB en 2022) resulta muy superior a los activos previsionales de la UE (que no alcanzan el 30 % del PIB), lo que muestra la distinta escala de los mercados de capitales en Estados Unidos y en Europa. Asimismo, existe mucha heterogeneidad entre los países miembros de la UE.

Además de su escasa profundidad, los mercados de capitales de la UE se encuentran fragmentados, lo que impide alcanzar una escala eficiente y una adecuada distribución entre el sector privado de los riesgos en los distintos países de la UE. La literatura estima que el grado de compartición de riesgos en Estados Unidos duplica el de la UE. Además, los mercados privados de capitales juegan un papel fundamental a la hora de suavizar los *shocks* en Estados Unidos, mientras que en Europa tienen un papel muy limitado.

Reducir la fragmentación de estos mercados exige una amplia variedad de iniciativas y, en cualquier caso, un refuerzo de las actuaciones supervisoras y reguladoras a escala europea que permita acelerar el proceso de integración. La existencia de un activo seguro paneuropeo con suficiente profundidad de mercado puede contribuir a la integración de estos mercados en la medida en que facilitaría que los precios de los activos financieros de renta fija o variable reflejasen de forma más fiel los riesgos fundamentales de los mismos. Se mitigarían así los episodios de fuga hacia la calidad que caracterizan los procesos de fragmentación en momentos de tensión financiera y que acaban distorsionando la formación de precios y pueden llegar a impedir la adecuada transmisión de la política monetaria.

En el ámbito de la Unión Bancaria, se han producido avances significativos en los últimos diez años, con la constitución del Mecanismo Único de Supervisión, el Mecanismo Único de

Resolución y un marco regulatorio único. Sin embargo, tampoco aquí la tarea está culminada. Queda pendiente la creación de un fondo europeo de garantía de depósitos plenamente mutualizado. La ausencia de este pilar hace que los beneficios para todos los europeos en términos de mayor estabilidad financiera y de reforzamiento de la red de seguridad financiera común no se estén materializando por completo. Su implementación, además de dar un impulso a la confianza de los ciudadanos y de los mercados en la Unión Bancaria, contribuiría a una compartición de riesgos más eficiente en el área del euro y, por tanto, a reducir potenciales episodios de fragmentación. Además, desde un punto de vista político-institucional, ayudaría a alinear la responsabilidad financiera con los mecanismos de toma de decisiones en los ámbitos de la supervisión y de la resolución, que ya se encuentran centralizados.

7.3 Profundizar en un mercado común dinámico y competitivo

Más allá de una mayor integración de los mercados financieros europeos a través de la Unión Bancaria y la Unión de los Mercados de Capitales, el principal motor de integración económica y creador de economías de escala en la UE es el mercado común europeo. Ante los riesgos de fragmentación económica global, la UE debe reducir la fragmentación interna.

El mercado único debe servir también para maximizar a escala europea el rendimiento de una agenda ambiciosa de liberalización y reformas estructurales que permita contrarrestar la sucesión de perturbaciones negativas de oferta que, como la pandemia, la crisis energética o los cambios en los patrones de globalización, han afectado a la economía europea en los últimos años.

Como destaca el informe Letta sobre el futuro del mercado único europeo¹, la profundización en el mercado único pasa por otorgar un papel preponderante a las políticas europeas en detrimento de las iniciativas nacionales. Asimismo, el diseño de las iniciativas europeas que persigan desarrollar sectores específicos considerados estratégicos debe ser tal que se maximice su eficacia y eficiencia y se eviten efectos distorsionadores.

En resumen, los retos a los que se enfrenta tanto la economía de la UE como la española son muy importantes. Europa se está quedando atrás en términos de dinamismo económico con respecto al resto de grandes economías del mundo y España lleva ya más de una década sin

¹ Enrico Letta. (2024). "Much more than a market".

conseguir mantener una senda de convergencia sostenida en renta per cápita con el resto de nuestros socios europeos. Revertir estas tendencias requerirá ambición y grandes acuerdos políticos que permitan consolidar las reformas necesarias a lo largo del tiempo. El análisis y las propuestas contenidas en este *Informe Anual 2023* pretenden contribuir al debate social que debería ayudar a alcanzar estos amplios consensos.

Pablo Hernández de Cos

Gobernador del Banco de España

Presentación del *Informe Anual 2023*.

30 de abril de 2024.