

# 5

## RETOS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ANTE EL ESCENARIO POS-COVID-19



**Antes del estallido de la crisis sanitaria, la economía española ya se enfrentaba a importantes retos de medio plazo.** La fase expansiva que precedió a la crisis actual permitió a la economía española corregir algunos de sus principales desequilibrios macrofinancieros, aunque todavía persistían ciertos desafíos vinculados a varias áreas clave. Entre ellas destaca, por su relevancia, la necesidad de aumentar el potencial de crecimiento, de corregir las disfuncionalidades del mercado laboral, de mejorar la sostenibilidad de las cuentas públicas, y de abordar los desafíos asociados con el envejecimiento de la población, la desigualdad y el cambio climático.

**La crisis del Covid-19 ha intensificado el calibre de algunos estos desafíos y ha planteado varios retos nuevos.** Como se detalla en el epígrafe 4, la crisis del Covid-19 ha hecho más evidentes algunas de las vulnerabilidades que la economía española venía arrastrando en los últimos años. Singularmente, la crisis actual ha vuelto a poner de relieve los problemas que genera una excesiva temporalidad en el empleo, no solo en términos de las dinámicas del mercado laboral, sino también en cuanto a la evolución de la desigualdad, y las limitaciones que comporta afrontar una crisis como la actual con unos márgenes de actuación fiscal más constreñidos que los disponibles en otros países de nuestro entorno. Pero, además, esta crisis también ha puesto de manifiesto algunas vulnerabilidades —comunes a muchas otras economías— que habían pasado relativamente desapercibidas en los últimos años y ha provocado algunos cambios notables en el comportamiento de los agentes económicos que, a su vez, implican nuevos desafíos de cara al futuro. En particular, como se detalla en el epígrafe 5.2, esta crisis puede terminar teniendo repercusiones muy relevantes para los procesos de globalización y de digitalización en los que están inmersas la sociedad y la economía mundial y española. Entender las implicaciones que una eventual transformación estructural en estos procesos podría tener para el conjunto de la economía, pero también para determinados sectores, empresas o segmentos de la población, y prepararse para ellas, supone un reto de primera magnitud para nuestro país.

**La gravedad de la situación creada por la pandemia ha acentuado el grado de necesidad y urgencia de dar una respuesta adecuada a estos desafíos.** La coyuntura extraordinariamente compleja en la que se desenvolverá la economía española en los próximos trimestres, así como la envergadura de los retos que nuestro país debe abordar en el medio plazo, supone una amenaza considerable para la capacidad de crecimiento presente y futura, y, por lo tanto, para el empleo y el bienestar social. Por ello, se requiere una respuesta de política económica

ambiciosa<sup>1</sup>. En algunos casos, esta respuesta debe materializarse a través de nuevas actuaciones en el corto plazo. En otros, estas actuaciones han de desplegarse una vez superado el episodio recesivo actual y sus efectos económicos más adversos, aunque su diseño y comunicación deben acometerse sin dilaciones excesivas. Este es el caso, por ejemplo, en el ámbito de la política fiscal, en el que, como se describe en el epígrafe 5.1.3, no cabe una retirada prematura de las medidas de estímulo dispuestas en la actualidad, ya que aumentaría el riesgo de que el crecimiento económico sufra daños más duraderos, si bien, al mismo tiempo, convendría avanzar en el diseño y anuncio de un plan de consolidación fiscal a medio plazo suficientemente detallado, para su aplicación una vez que se haya superado la actual crisis y se haya consolidado una senda robusta de recuperación.

**La respuesta de la política económica debería incluir una estrategia de crecimiento de medio plazo, integral, ambiciosa y sustentada en amplios consensos.** Los retos que condicionan las perspectivas de crecimiento de la economía española y el bienestar de nuestra sociedad están estrechamente relacionados entre sí y tratar de resolver algunos de ellos de forma aislada no es ni factible ni conveniente. Por ello, se necesita una estrategia bien planificada en la que se valore el impacto que puede tener cada decisión de política económica en múltiples dimensiones y se alcancen equilibrios entre distintos objetivos que no siempre son compatibles de forma simultánea. Además, el calibre de los desafíos que marcarán el devenir de la economía española en las próximas décadas exige una respuesta ambiciosa, en forma de un amplio paquete de reformas de calado. Por último, los retos estructurales requieren respuestas estructurales, que perduren en el tiempo. Por este motivo, las medidas de política económica con las que se afronten los retos que se describen en este epígrafe deberían gozar de un alto grado de consenso entre los distintos agentes políticos, económicos y sociales, de forma que las bases sobre las que se asiente nuestro crecimiento sean estables y no queden sometidas a los avatares del ciclo político.

**Las políticas nacionales deben complementarse con acciones a escala europea que incluyan avances decididos en la estructura institucional de la UE y la UEM.** Esta crisis ha demostrado que, en la medida en que los retos de cara al futuro de las economías europeas son fundamentalmente comunes, para resolverlos con éxito es imprescindible dar un mayor peso a las políticas y a las instituciones supranacionales (véase epígrafe 5.4). En materia fiscal, esto requiere, entre otras actuaciones, una ampliación y flexibilización del presupuesto de la UE y el despliegue de nuevos instrumentos genuinamente paneuropeos, de carácter permanente, que permitan una mayor compartición de riesgos entre los Estados miembros. En el ámbito financiero es fundamental alcanzar una Unión Bancaria plena en el área del euro, cuya principal pieza clave pendiente de aprobación es un

---

<sup>1</sup> Véase comparecencia del gobernador en la Comisión para la Reconstrucción Social y Económica de España tras el Covid-19 (Congreso de los Diputados), el 23 de junio de 2020.

fondo de garantía de depósitos europeo. También debe avanzarse en la revisión de aquellos aspectos institucionales y regulatorios que impiden que exista una verdadera Unión de los Mercados de Capitales en la región.

## 5.1 Principales asignaturas pendientes de la economía española

**En este epígrafe se describen algunos de los principales retos estructurales que la economía española ya debería haber abordado antes del estallido de la crisis del Covid-19.** Aunque, por motivos expositivos, estos retos se presentan de forma individualizada, conviene destacar que todos ellos están estrechamente relacionados entre sí, lo que exige de una interpretación global de ellos. Así, por ejemplo, no pueden resolverse los problemas asociados al envejecimiento de la población sin tener en cuenta la restricción presupuestaria intertemporal del sector público o las dinámicas de desigualdad intrageneracionales e intergeneracionales. Del mismo modo, las reformas estructurales dirigidas a aumentar el potencial de crecimiento de la economía y a abordar los desajustes que presenta el mercado laboral español tendrán una incidencia notable sobre el grado de sostenibilidad de las finanzas públicas. Por otra parte, las dinámicas de este mercado también condicionan de forma evidente el proceso de acumulación de capital humano por parte de los trabajadores y la evolución de la desigualdad entre segmentos de la población, un aspecto en el que también es esencial procurar unas condiciones apropiadas de acceso a la vivienda.

### 5.1.1 Factores que limitan la capacidad de crecimiento de la economía española

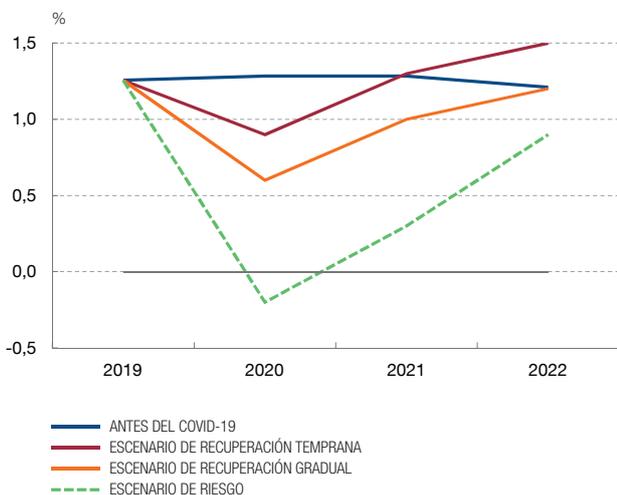
**La profundidad de esta crisis probablemente provocará algunos daños persistentes en el crecimiento potencial de la economía española.** Aunque la perturbación generada por esta crisis tiene un carácter eminentemente transitorio, es previsible que su elevada intensidad y la incertidumbre que todavía persiste sobre su evolución futura desencadenen algunos efectos duraderos sobre la estructura productiva de muchas economías, incluida la española. En este sentido, cabe esperar que el crecimiento potencial de la economía española, que ya era relativamente reducido antes de esta crisis, se vea mermado como consecuencia de ella (véase gráfico 5.1.1).

**Desde una perspectiva temporal amplia, el bajo crecimiento de la productividad es el principal factor determinante del modesto crecimiento potencial de la economía española.** En los veinte últimos años, la productividad total de los factores (PTF) ha aumentado a una tasa anual promedio aproximada del 0,2 % en España, muy por debajo del crecimiento registrado en algunas de las economías avanzadas de referencia, como Alemania (0,8 %) o Estados Unidos (0,9 %) (véase gráfico 5.1.2).

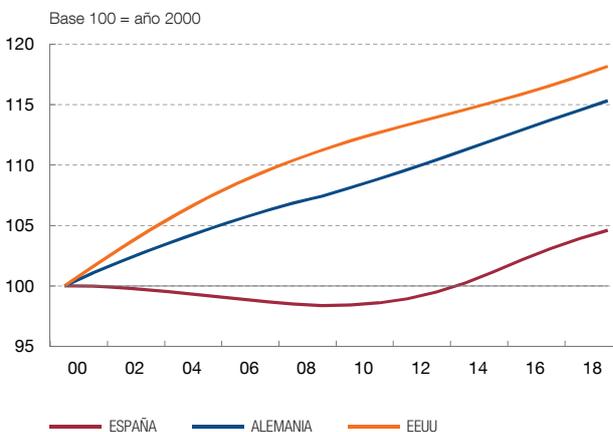
### CAPACIDAD DE CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

El crecimiento potencial de la economía española, que ya era relativamente reducido antes de esta crisis, se verá mermado como consecuencia de ella. El bajo crecimiento de la productividad es el principal factor determinante del modesto crecimiento potencial. La menor productividad frente a otros países europeos se observa en prácticamente todos los sectores y se debe, en parte, al menor tamaño relativo de las empresas españolas.

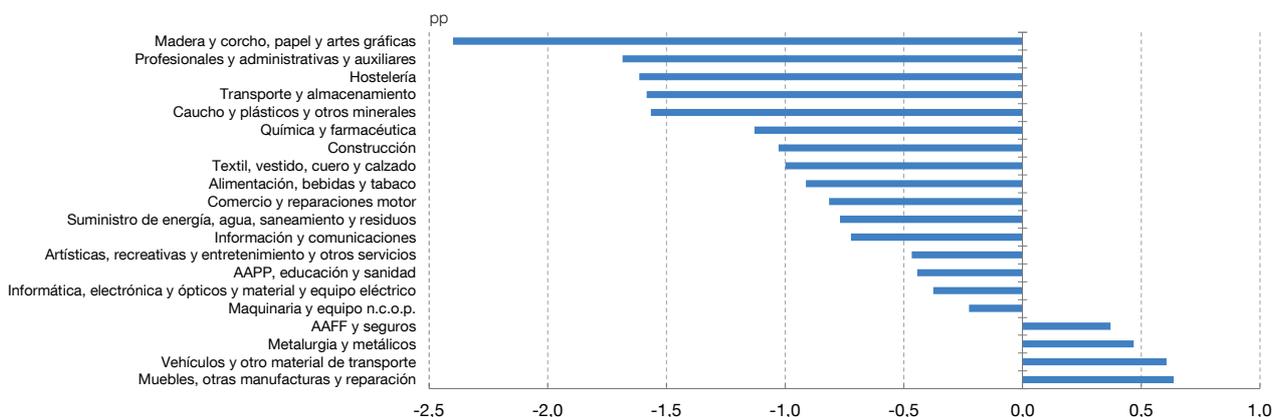
1 CRECIMIENTO DEL PIB POTENCIAL



2 PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES EN ESPAÑA, EEUU Y ALEMANIA



3 DIFERENCIAL EN EL CRECIMIENTO ANUAL DE LA PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES (PTF) ENTRE ESPAÑA Y LA UE-12 (2000-2016) (a)



FUENTES: Banco de España, Comisión Europea y EUKLEMS.

a UE-12 incluye Austria, Bélgica, República Checa, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Italia, Países Bajos, España, Suecia y Reino Unido.



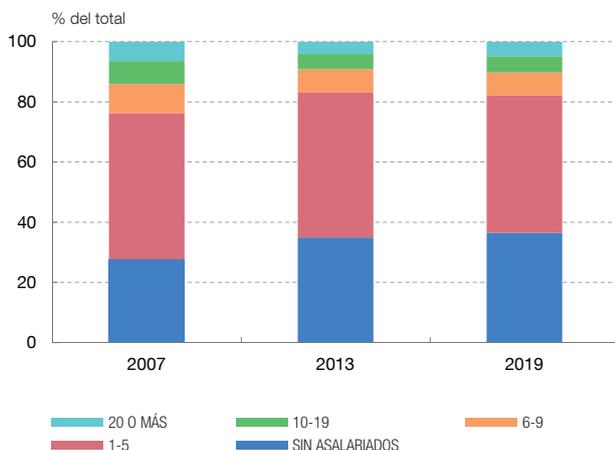
Las diferencias sostenidas en productividad explican, en buena medida, la heterogeneidad en los niveles de bienestar económico entre países a largo plazo.

**La composición sectorial de la economía española explica solo una parte del escaso dinamismo de la productividad en España.** Si bien es cierto que nuestra estructura productiva se encuentra sesgada hacia ramas de actividad que suelen registrar un crecimiento más bajo de la productividad, el menor nivel de esta variable

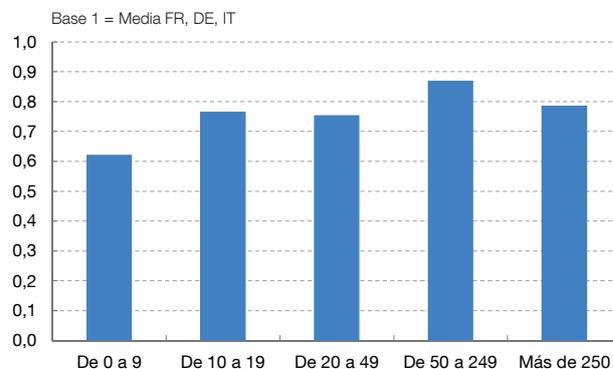
**TAMAÑO EMPRESARIAL Y PRODUCTIVIDAD**

La proporción de empresas de menor tamaño ha aumentado en la última década en España. Así, el porcentaje de empresas con menos de cinco trabajadores alcanzó el 78 % en España en 2019. La productividad de estas empresas es, en general, menor en relación con las empresas del mismo tamaño de Alemania, Francia e Italia.

1 EMPRESAS, POR NÚMERO DE TRABAJADORES



2 PRODUCTIVIDAD RELATIVA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS EN 2016



FUENTES: DIRCE y Eurostat.



frente a otros países europeos se observa en prácticamente todos los sectores (véase gráfico 5.1.3)<sup>2</sup>. Esta circunstancia sugiere la presencia de factores estructurales que, de manera transversal, limitan las ganancias en productividad en una mayoría amplia de sectores y, por tanto, el potencial de crecimiento del conjunto de la economía española. Entre estos posibles factores limitativos del avance de la productividad, destacan, por su relevancia, la demografía empresarial, el capital humano y el capital tecnológico.

**El reducido tamaño de las empresas españolas constituye un elemento relevante para explicar la baja productividad agregada de la economía española.** El peso de las empresas de menor tamaño en España es relativamente elevado en una comparativa internacional (véase gráfico 5.2). Así, por ejemplo, el porcentaje de empresas con menos de cinco trabajadores alcanzó el 78 % en España en 2019, una ratio claramente por encima del 69 % registrado en el promedio de la UEM. Este hecho contribuye a una menor productividad agregada de la economía española frente al conjunto del área del euro, puesto que es precisamente en las compañías españolas de menor tamaño donde se observa un diferencial de productividad negativo más amplio con respecto a sus equivalentes europeas<sup>3</sup>. Estas diferencias, que suelen ser mayores en el caso de las empresas de servicios,

<sup>2</sup> Véase Cuadrado *et al.* (2020).

<sup>3</sup> Véase Banco de España (2019a).

se mantienen incluso después de tener en cuenta las distintas estructuras sectoriales de las economías europeas y española (véase gráfico 5.2).

**En el futuro, será necesario profundizar en los motivos, de diversa índole, por los que el tejido empresarial español permanece tan sesgado hacia las compañías pequeñas, y disponer de mecanismos para favorecer el crecimiento empresarial.**

Si bien la propia estructura productiva española puede favorecer una determinada escala empresarial en sectores específicos, existe un conjunto amplio de regulaciones estatales contingentes al tamaño empresarial que puede plantear desincentivos al crecimiento de las empresas. En particular, algunos elementos regulatorios aumentan las cargas de las empresas cuando tienen más de 50 empleados (junto con otros criterios de actividad), e implican, por ejemplo, la obligación de constituir un comité de empresa, de realizar los pagos por IVA con una frecuencia mensual, de no poder presentar las cuentas en formato abreviado, o de contratar a un auditor de cuentas. De este modo, es plausible que algunas empresas opten por seguir manteniendo un tamaño reducido para evitar los mayores costes que supone superar este umbral de empleados. En esta dirección apunta la evidencia empírica disponible, que confirma la presencia de un número anormalmente elevado de empresas justo por debajo de dicho umbral regulatorio<sup>4</sup>. En este sentido, convendría asegurar que los objetivos que persiguen este tipo de regulaciones no planteen dificultades añadidas a las posibilidades de crecimiento empresarial. Por otra parte, las Comunidades Autónomas (CCAA) han incrementado su desarrollo normativo en los últimos años, de forma que en la actualidad existe una heterogeneidad notable en los trámites regionales necesarios, por ejemplo, para acometer ciertos proyectos de inversión. Estas trabas a la unidad de mercado no solo podrían estar limitando la creación de empresas, sino también su capacidad posterior de desarrollo. En este sentido, resultaría también conveniente que las CCAA pusieran en común sus diferentes prácticas, sector a sector, para alcanzar estándares de regulación acordes con las mejores prácticas. Todo ello manteniendo el objetivo de favorecer la productividad y no limitar la entrada (y el eventual crecimiento) de potenciales competidores.

**Las empresas de tamaño reducido, que en general están menos diversificadas tanto geográficamente como por líneas de productos y clientes, son también más vulnerables a perturbaciones macrofinancieras.** Este tipo de compañías suelen tener mayores obstáculos para financiarse, debido a que la inversión en estas empresas suele percibirse como más arriesgada, y a problemas de información asimétrica (entre inversores o prestamistas y la propia empresa) y de escala reducida<sup>5</sup>.

---

4 Véase evidencia relativa al impacto de determinados umbrales regulatorios en la distribución por tamaños de empresas en Banco de España (2015), Comisión Europea (2016), *Informe sobre España 2016*, Garicano *et al.* (2016) y Almunia y López-Rodríguez (2018).

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

En particular, el tamaño de las empresas es una barrera para acceder a la financiación en los mercados mayoristas mediante la emisión de valores, a los que normalmente solo es posible apelar después de afrontar cuantiosos costes fijos. Todo ello hace que, en general, las empresas pequeñas presenten una estructura de financiación menos diversificada que sus competidores de mayor tamaño. Con frecuencia, esta financiación es especialmente dependiente de los préstamos bancarios, lo que hace que las compañías de menor tamaño sean más vulnerables a perturbaciones que incidan sobre este canal financiero, como se puso de manifiesto durante la última crisis financiera.

**Por ello, potenciar la capacidad de crecimiento de las empresas de menor tamaño favorecería la solidez financiera del conjunto del tejido empresarial.**

Según la información de la Central de Balances del Banco de España (CBBE), el porcentaje de costes fijos a los que tiene que hacer frente una pyme con menos de 50 trabajadores se ha incrementado en la última década y, en promedio, ha pasado a representar un 31 % de la facturación<sup>6</sup>. Por tanto, en la coyuntura actual, en la que algunas empresas no tienen ingresos recurrentes, no sería descartable que pudieran entrar en pérdidas, especialmente en algunos sectores como el comercio minorista, la hostelería y el ocio, que, desde el estallido de la emergencia sanitaria, se han visto sensiblemente afectados por la caída de la demanda y por las limitaciones al desempeño de su actividad.

**El nivel promedio del capital humano de la economía española también contribuye a explicar el diferencial negativo de productividad frente a las economías más dinámicas de nuestro entorno.**

En las últimas décadas se ha producido una importante mejora en el nivel educativo de la población española, como consecuencia tanto del cambio generacional como de la mayor formación de los jóvenes de las cohortes más recientes. No obstante, todavía persiste un déficit significativo respecto al promedio de la UE, que afecta tanto a los trabajadores como a los empresarios españoles. En particular, en España el 38,9 % de los autónomos, el 35,9 % de los empleadores y el 31,1 % de los trabajadores por cuenta ajena presentaban un nivel de estudios bajo en 2019, de acuerdo con Eurostat. Estos porcentajes son muy superiores a los del conjunto del área del euro (el 22,2 %, el 19,0 % y el 18,8 %, respectivamente). Al mismo tiempo, España se sitúa en la última posición entre los países de la OCDE en razonamiento matemático y en la penúltima en términos de comprensión lectora (véase gráfico 5.3).

**La desventaja relativa en capital humano de la economía española aconseja un replanteamiento del diseño institucional del sistema educativo,**

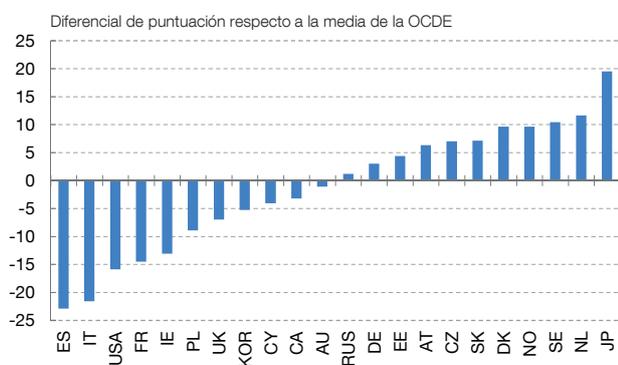
---

<sup>6</sup> Para este cálculo se consideran costes fijos los gastos de personal de los trabajadores fijos, otros gastos de explotación no relacionados con el tamaño de la producción (que incluyen servicios exteriores —I+D, arrendamientos, reparaciones, servicios profesionales independientes, transportes, seguros, servicios bancarios, publicidad y suministros—, tributos y otros gastos de gestión corriente) y los gastos financieros. Por otro lado, se consideran costes variables las compras netas y los trabajos realizados por otras empresas relacionados con el tamaño de la producción y los gastos de personal de los trabajadores temporales.

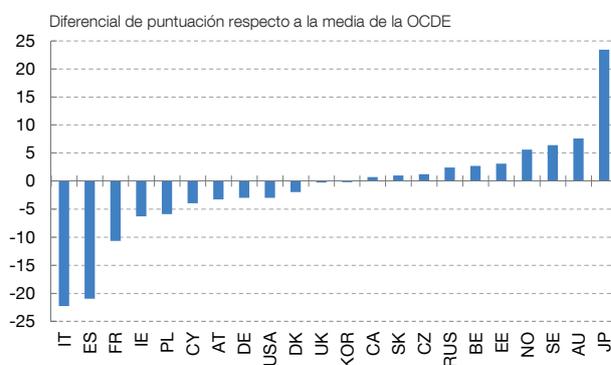
**CAPITAL HUMANO Y PRODUCTIVIDAD**

En las últimas décadas se ha producido un aumento del nivel educativo de la población española. No obstante, todavía persiste un déficit significativo respecto al promedio de la UE, que contribuye a explicar el diferencial negativo de productividad. España se sitúa en la última posición entre los países de la OCDE en razonamiento matemático y en la penúltima en términos de comprensión lectora.

1 MATEMÁTICAS



2 LITERATURA



FUENTE: PIAAC (OCDE 2013).



**que incluya una revisión profunda del contenido del currículo y del propio sistema de aprendizaje.** La evidencia disponible a escala internacional revela la conveniencia de reducir el contenido del currículo para favorecer la orientación individualizada y temprana del alumno por parte del profesor y focalizar la enseñanza en la aplicación del conocimiento de forma creativa y no en la repetición<sup>7</sup>. En este sentido, el Proyecto de Ley Orgánica de modificación de la Ley Orgánica de Educación (LOMLOE) que se debate actualmente en las Cortes puede representar una buena oportunidad para abordar estos retos pendientes. En el ámbito universitario existe un amplio margen de actuación para mejorar en aspectos como los sistemas de selección del personal docente e investigador o el reforzamiento de la vinculación de la financiación del sistema a objetivos de excelencia<sup>8</sup>. En este sentido, España cuenta con muy pocas universidades entre las mejores instituciones a escala global en términos de calidad y cantidad de su producción científica, dado el tamaño de nuestra población y economía, según algunos *rankings* utilizados a nivel internacional<sup>9</sup>. Finalmente, en un contexto en el que previsiblemente se ampliarán los desajustes existentes entre la demanda y la oferta de habilidades de los trabajadores, cobra una importancia especial la formación profesional, cuyo diseño puede mejorarse sensiblemente, en línea con

7 Véase OCDE (2019a).

8 Véase OCDE (2017).

9 Véase Academic Ranking of World Universities. Para *ranking* de comparativa entre universidades españolas, véase Pérez y Aldás (2019).

el de los sistemas de aquellos países de nuestro entorno que han alcanzado mejores resultados en este ámbito, como es el caso de Alemania<sup>10</sup>.

**El capital tecnológico es otro factor fundamental para explicar el escaso dinamismo de la productividad en nuestro país.** Según Eurostat, la proporción de empresas innovadoras en España se situaba en el 36,9 % en 2016, muy lejos de los porcentajes observados en Francia, Italia o Alemania (el 57,7 %, el 53,8 % y el 63,7 %, respectivamente)<sup>11</sup>. En esta misma línea, el peso de la inversión en actividades de investigación y desarrollo sobre el PIB español, tanto del sector público como del sector privado, es un 26 % y un 54 % inferior al del promedio de la UE, respectivamente.

**Dadas las peculiaridades de las inversiones con mayor potencial innovador, es preciso potenciar las palancas de financiación más aptas para su desarrollo.**

La elevada incertidumbre que suele rodear al rendimiento esperado de las inversiones en investigación, desarrollo e innovación (I+D+i), el dilatado horizonte temporal de este tipo de proyectos y la naturaleza específica de los activos intangibles que se generan con estas inversiones —que dificulta su uso como colateral a la hora de financiarse— justifican un papel catalizador de las AAPP en su financiación, especialmente en el ámbito de la investigación básica. Desde el punto de vista empresarial, los aspectos diferenciales que caracterizan a las inversiones en innovación mencionados anteriormente implican que, con frecuencia, la deuda no sea el instrumento más adecuado para financiar estos proyectos y que las empresas innovadoras que agotan sus fuentes internas de financiación suelen recurrir a los mercados de capitales y, más en concreto, al capital riesgo (*venture capital*) para obtener los fondos necesarios con los que desarrollar estas actividades. En este sentido, para la economía española, muy bancarizada y en la que la industria de capital riesgo se encuentra menos desarrollada que en Estados Unidos o el Reino Unido, por ejemplo, resulta fundamental que se avance de forma decidida en las distintas iniciativas de la Unión de los Mercados de Capitales de la UE, que tratan de desarrollar estos mercados.

**Es esencial reforzar los mecanismos de apoyo a la innovación y mejorar la evaluación y la selección de las carreras investigadoras para incentivar un mayor volumen de inversión en I+D+i.** En este ámbito, podría considerarse una reestructuración del conjunto de las organizaciones públicas que realizan innovación en España para tratar de explotar al máximo sinergias potenciales entre ellas y reforzar los mecanismos de asignación de recursos entre centros para que reflejen criterios de excelencia académica en mayor medida que en la actualidad. Los eventuales esfuerzos que se realicen en esta área podrían complementarse con

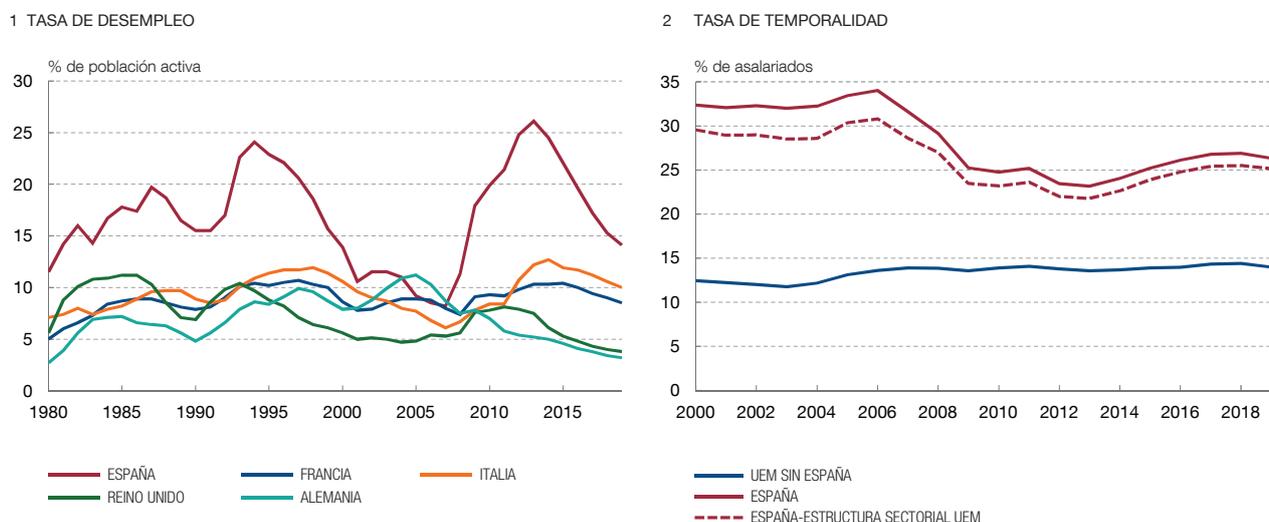
---

10 Para España se puede encontrar información actualizada a nivel agregado y por regiones sobre la enseñanza de formación profesional en el [Ministerio de Educación y Formación Profesional](#). Asimismo, para una evaluación del sistema de formación profesional dual en la Comunidad de Madrid véase Bentolila *et al.* (2019).

11 Véase [Community Innovation Survey 2016](#).

**TASA DE DESEMPLEO Y TASA DE TEMPORALIDAD DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**

El mercado de trabajo español presenta tasas de desempleo muy superiores a las de los países de nuestro entorno, especialmente en períodos de crisis. Otro aspecto diferencial del mercado laboral es la elevada tasa de temporalidad. Esta tasa se ha situado en la última década en el 25,2 % del empleo total, frente al 13,9 % registrado en el resto de los países de la UEM.



FUENTES: Eurostat y Banco de España.



modificaciones en el sistema de promoción y de carrera investigadora para favorecer la entrada y el desarrollo de nuevos investigadores con potencial elevado.

### 5.1.2 Disfuncionalidades del mercado de trabajo

**Las deficiencias estructurales que ha presentado durante décadas el mercado laboral español explican, en buena medida, que nuestra economía registre tasas de desempleo significativamente más elevadas que cualquier país de nuestro entorno, incluso en períodos expansivos.** Estas deficiencias se aprecian con mayor nitidez en situaciones de crisis como la actual, pero también tienen una notable incidencia negativa en el comportamiento del mercado de trabajo español en períodos de crecimiento de la actividad. En efecto, desde 1980 la tasa de paro promedio en España se ha situado próxima al 17 %, un porcentaje muy superior a los observados en otros países europeos (véase gráfico 5.4.1). Además, este elevado nivel de desempleo es, con frecuencia, de larga duración, lo que tiene efectos aún más negativos sobre la empleabilidad de los trabajadores afectados.

**Otro de los aspectos diferenciales del mercado laboral español es su elevada tasa de temporalidad.** En la última década, esta tasa se ha situado, en promedio, en el 25,2 % del empleo total, frente al 13,9 % registrado en los demás países de la UEM. Además, esta diferencia tan acusada no puede explicarse por la particular

composición sectorial de la economía española, en la que destacan ciertos sectores con elevada estacionalidad, como el turismo, dado que la mayor temporalidad en España se observa de forma generalizada en todas las ramas de actividad (véase gráfico 5.4.2). En claro contraste con otras economías de referencia, el ajuste del mercado de trabajo español durante fases recesivas se concentra, en gran medida, en la destrucción de empleo temporal. Como se señala en el epígrafe 4.2, los trabajadores con contrato temporal son los que han venido soportando, de manera desproporcional, los flujos de destrucción de empleo en la economía española en las últimas décadas. Este patrón también se está manteniendo en la crisis actual.

**Las fuertes oscilaciones cíclicas del empleo temporal han contribuido a que, históricamente, la tasa de desempleo en nuestro país haya presentado variaciones también muy acusadas y a que la desigualdad aumente de manera sustancial en períodos de crisis.** Cada recesión de la economía española desplaza fuera del mercado laboral a una gran cantidad de trabajadores temporales, entre los que predominan colectivos particularmente vulnerables, como aquellos con menor experiencia laboral y formación limitada. Este patrón de ajuste tiene el efecto perverso de incrementar de forma significativa la desigualdad en el nivel de rentas de los individuos durante estos episodios<sup>12</sup>.

**La magnitud y la vulnerabilidad del empleo temporal en España también tienen implicaciones estructurales negativas en muchas otras dimensiones.** Así, por ejemplo, se ha documentado que la elevada temporalidad y el desempleo, que afectan fundamentalmente a los jóvenes, reducen tanto la formación de nuevos hogares como el tamaño de estos, al incidir negativamente en las decisiones de fertilidad<sup>13</sup>. Asimismo, se observa que las tasas de emancipación juvenil están relacionadas negativamente con el grado de inseguridad laboral<sup>14</sup>, indudablemente acentuada por la incidencia de la temporalidad. También se ha demostrado que la temporalidad está asociada a efectos persistentes sobre las carreras laborales de los trabajadores más afectados y sobre las decisiones de inversión en capital humano, por parte tanto de las empresas como de los empleados<sup>15</sup>. En particular, la evidencia empírica sugiere que los trabajadores temporales tienen menos probabilidades de trabajar en empresas que ofrecen formación y que, aunque estén en empresas que la ofrecen, su probabilidad de recibirla es menor que la de los trabajadores indefinidos de la misma empresa<sup>16</sup>.

**Por todo ello, la reducción de la elevada dualidad del mercado español es un objetivo ineludible.** Los mecanismos de protección del empleo deberían revisarse

---

12 Véase Bonhomme y Hospido (2017).

13 Véanse Gutiérrez-Doménech *et al.* (2008) y Adsera (2006).

14 Véase Becker *et al.* (2008).

15 Véase García-Pérez *et al.* (2019).

16 Véase Albert *et al.* (2005).

para compatibilizar la indispensable protección de los trabajadores con las necesidades de flexibilidad, pero, sobre todo, con el objetivo de alcanzar un reparto más equitativo de la protección entre los trabajadores con diferentes modalidades contractuales. En este sentido, los mecanismos contractuales que evitan fuertes discontinuidades en el grado de protección del trabajador, en función del tipo de contrato que tenga en cada momento, constituyen una opción interesante para afrontar esta importante disfuncionalidad de nuestro mercado laboral. En particular, figuras como la de los contratos con costes de despido crecientes pueden ser un buen punto de partida en el debate sobre el diseño de un nuevo marco regulatorio, que en ningún caso debería promover una ampliación de la brecha de protección ya existente entre trabajadores temporales e indefinidos. También merecen atención aquellos modelos mixtos que combinan la posibilidad de acumular por anticipado una parte de los costes de despido en un fondo (a modo del tipo de la «mochila austríaca») mientras el trabajador mantiene el empleo con una indemnización en caso de despido de cuantía creciente en función de la experiencia acumulada.

**Es imprescindible reforzar las políticas activas de empleo para incrementar el capital humano de los trabajadores y reducir el desempleo de manera permanente.** En coyunturas como la actual, pero también con carácter general a lo largo del ciclo, es necesario contar con políticas e instrumentos adecuados para aumentar la empleabilidad de las personas que han perdido su trabajo, de forma que se evite un deterioro permanente del capital humano de los desempleados y del potencial de crecimiento del conjunto de la economía<sup>17</sup>. Para ello, es preciso favorecer la búsqueda activa de empleo, la orientación adecuada a los trabajadores y el despliegue de una formación especializada y específica cuando se detecten necesidades formativas. Con este objetivo, deben habilitarse mecanismos que permitan un seguimiento y una orientación individualizada de los desempleados basados en técnicas de perfilado estadístico de los trabajadores parados ya disponibles y de las vacantes existentes a escala local.

**En la coyuntura actual, la mejora de las políticas activas de empleo debe ser una prioridad.** Como se señala en el epígrafe 4, la crisis del Covid-19 está teniendo una incidencia muy heterogénea por ramas de actividad, y no es descartable que algunas de estas dinámicas acaben provocando cambios permanentes en la composición sectorial de la economía y, por tanto, en las necesidades de empleo de las distintas ramas productivas. El buen funcionamiento de las políticas activas de empleo es imprescindible para que esa posible reasignación sectorial se produzca con agilidad y eficiencia. Algunos de los sectores más afectados por esta crisis presentan una mayor concentración de trabajadores con formación reducida y menos expuestos a la realización de tareas relacionadas con las tecnologías de la información, habilidades numéricas y de escritura y lectura, lo que dificulta su empleabilidad en otras ramas

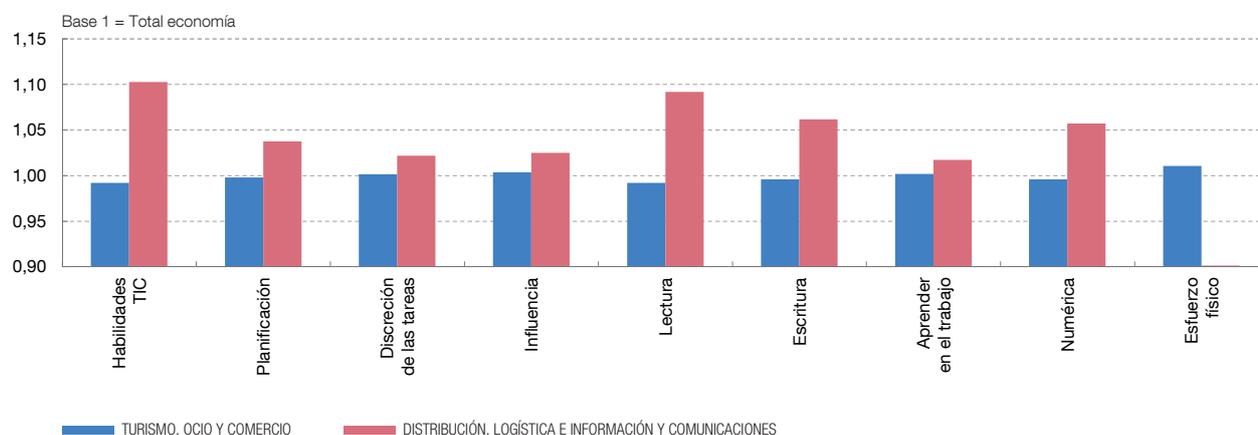
---

<sup>17</sup> Keane y Wolpin (1997) estiman una tasa de depreciación de las habilidades durante el desempleo de un 30 % anual para trabajadores no manuales y de un 10 % para trabajadores manuales.

**CAPITAL HUMANO Y POLÍTICAS ACTIVAS DE EMPLEO**

Dados los posibles cambios en la demanda, las ramas relacionadas con el turismo, ocio y comercio podrían verse negativamente afectadas. Estos sectores presentan una mayor concentración de trabajadores con formación baja y menos expuestos a la realización de tareas relacionadas con las tecnologías de la información, habilidades numéricas y de escritura y lectura, lo que dificulta su empleabilidad en otras ramas productivas. Esta circunstancia otorga un carácter especialmente prioritario al reforzamiento de las políticas activas de empleo.

INTENSIDAD DE HABILIDADES REQUERIDAS, POR GRUPOS DE SECTORES



FUENTES: MCVL, PIAAC (OCDE 2013) y Banco de España [véase Anghel *et al.* (2020)].



productivas que gocen de mejores perspectivas de crecimiento. Esta circunstancia otorga un carácter especialmente prioritario al reforzamiento de las políticas activas de empleo, así como de sus instrumentos y recursos (véase gráfico 5.5)<sup>18</sup>. Adicionalmente, el nuevo entorno económico que emergerá tras la pandemia requerirá que las empresas se adapten con agilidad a las nuevas condiciones, tanto en lo referido a la demanda de sus productos y servicio, como en relación con posibles cambios en la estructura de su sector de actividad. En este proceso, facilitar el adecuado funcionamiento de los mecanismos de flexibilidad interna disponibles a escala de empresa resulta esencial para mitigar posibles efectos negativos sobre el empleo.

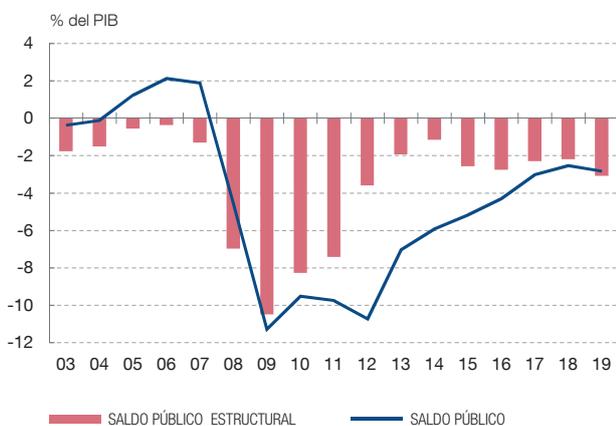
**La mejora de las políticas activas de empleo también es necesaria en un horizonte de medio plazo.** No cabe duda de que los avances tecnológicos (la inteligencia artificial, la automatización y la robótica) crearán nuevas oportunidades y contribuirán al necesario avance de la productividad, si bien algunos trabajadores perderán sus puestos de trabajo en esta transición y no siempre estarán en condiciones de aprovechar de manera instantánea las nuevas oportunidades. Las políticas activas del mercado laboral y las políticas de formación, convenientemente rediseñadas para potenciar su eficacia y eficiencia, y dotadas con los recursos adecuados, constituyen una palanca natural para garantizar un aprendizaje a lo largo de la carrera profesional que permita adquirir nuevas competencias a los

<sup>18</sup> Véase Anghel *et al.* (2020).

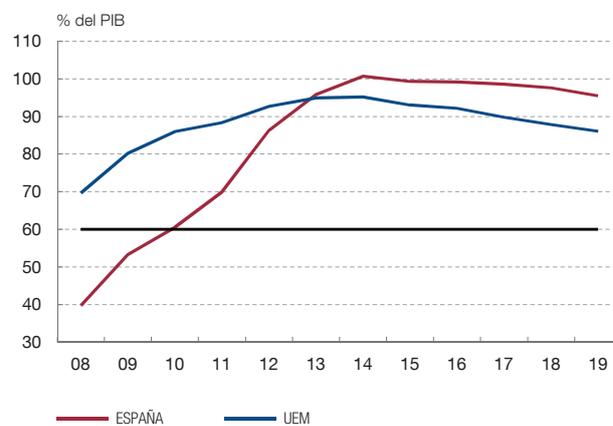
**EL RETO DE GARANTIZAR LA SOSTENIBILIDAD DE LAS CUENTAS PÚBLICAS**

Después de reducirse durante cuatro años, el déficit del conjunto de las AAPP se incrementó hasta el 2,8 % del PIB en 2019. En términos estructurales, es decir, una vez descontado el efecto del ciclo económico, el desequilibrio de las cuentas públicas también habría aumentado. Por su parte, la ratio de deuda pública sobre el PIB se situó en el 95,5 % a finales de 2019, 5,2 pp por debajo del máximo histórico alcanzado en 2014, y muy por encima del valor de referencia del 60 %.

1 SALDO TOTAL Y ESTRUCTURAL DE LAS AAPP



2 DEUDA DE LAS AAPP EN ESPAÑA Y EN LA UEM



FUENTES: Banco de España, Intervención General de la Administración del Estado y Eurostat.



trabajadores, perfeccionarlas y reciclarse profesionalmente ante un entorno cambiante y, previsiblemente, muy exigente en términos de habilidades tecnológicas. Estas políticas son de particular relevancia en un contexto de rápido envejecimiento poblacional (véase epígrafe 5.1.4).

### 5.1.3 La reconstrucción de márgenes de actuación para la política fiscal

**Las cuentas de las AAPP ya presentaban algunos desajustes considerables antes de la epidemia de Covid-19.** Los márgenes de actuación fiscal ante situaciones recesivas de la economía española, que se habían visto sensiblemente mermados como consecuencia de la crisis financiera global y de la de deuda soberana europea, apenas se recuperaron con posterioridad, a pesar del crecimiento robusto e ininterrumpido de la actividad y del empleo. De hecho, tras cuatro años de descensos, el déficit del conjunto de las AAPP se incrementó hasta el 2,8 % del PIB en 2019. En términos estructurales, es decir, una vez descontado el efecto del ciclo económico, el desequilibrio de las cuentas públicas también habría aumentado, hasta situarse por encima del 3 % del PIB, según las estimaciones del Banco de España. De este modo, desde 2015 no se habrían producido avances reseñables en la disminución del déficit público estructural (véase gráfico 5.6.1), y la corrección del desequilibrio presupuestario alcanzada desde ese año se habría debido únicamente a la mejoría de la posición

cíclica de la economía y al menor gasto por intereses de la deuda. Por su parte, la ratio de deuda pública sobre el PIB se situó en el 95,5 % a finales de 2019, solo 5,2 pp por debajo del máximo histórico alcanzado en 2014, y muy por encima del valor de referencia del 60 % del PIB del marco actual de reglas fiscales europeas y de la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (véase gráfico 5.6.2).

**No obstante, la respuesta de política económica a esta pandemia exige una actuación decidida en materia fiscal.** Es necesaria una respuesta fiscal ágil y contundente, dirigida a sostener las rentas de los hogares y de las empresas en el corto plazo, no solo para limitar el impacto de la fuerte recesión desencadenada por el Covid-19, sino también para reducir el riesgo de un deterioro persistente de la capacidad de crecimiento de la economía y contribuir a una recuperación económica más rápida y sólida, una vez superada la pandemia. La efectividad de la política fiscal en la coyuntura actual debería verse favorecida por la contundente respuesta de la política monetaria y por el entorno de tipos de interés históricamente reducidos (véase recuadro 3.4, en el que se subraya la complementariedad entre la política monetaria y la fiscal)<sup>19</sup>.

**Las medidas fiscales adoptadas para paliar los efectos de la pandemia, el inevitable deterioro del entorno macroeconómico y la actuación de los estabilizadores automáticos incidirán muy negativamente en las cuentas públicas.** Como se detalla en el epígrafe 4.4.3, las últimas estimaciones del Banco de España apuntan a un repunte muy significativo de los ratios de déficit y de deuda públicos sobre el PIB en el período 2020-2022. Además, persisten algunos elementos de riesgo relativos a la evolución de la enfermedad en los próximos trimestres y a los daños que pueda causar la fuerte recesión actual en el tejido productivo, que, de materializarse, darían lugar a mayores niveles de déficit y deuda que los proyectados. Como consecuencia de estos elementos de riesgo, existe una incertidumbre notable en cuanto a si será necesario desplegar nuevos estímulos fiscales en los próximos trimestres para reactivar la economía. Además, no puede descartarse que, como se ha observado en algunos episodios recesivos previos, la sensibilidad de la recaudación tributaria a la evolución de sus bases sea superior a su nivel habitual en los próximos meses, con el consiguiente impacto adverso en las cuentas públicas.

**En el corto plazo, podría ser necesario prolongar el estímulo fiscal, de un modo focalizado y orientado a los agentes y sectores más afectados por la crisis.** Es posible que sea preciso extender alguna de las medidas ya implementadas para hacer frente a la pandemia o introducir otras nuevas. Si este fuera el caso, es fundamental que las decisiones adoptadas traten de maximizar el impacto potencial de los recursos públicos comprometidos y que se concentren en los sectores y en

---

<sup>19</sup> Para un análisis detallado sobre la complementariedad entre políticas monetarias y fiscales expansivas, véase Arce *et al.* (2016).

los grupos de empresas y hogares más afectados. En el ámbito sanitario, los ingentes esfuerzos por contener la pandemia han generado el aplazamiento de numerosas intervenciones en todos los niveles del sistema, lo que puede requerir recursos adicionales para absorberlas en los próximos meses. Asimismo, la pandemia ha puesto de relieve una cierta escasez de medios materiales y humanos en la lucha contra la enfermedad. Si bien el tensionamiento del sistema se ha debido a circunstancias extraordinarias, parece conveniente estudiar medidas de aprovisionamiento de materiales o de aumento de la dotación del sistema si se identifican carencias estructurales en él<sup>20</sup>, en especial dado el riesgo de posibles rebrotes de la enfermedad durante algún tiempo. En el caso de los hogares, se ha aprobado recientemente el ingreso mínimo vital para reducir el nivel de pobreza extrema de colectivos con especiales dificultades estructurales. En el terreno empresarial, podrían considerarse, entre otras medidas, el pago inmediato de las devoluciones del IVA o de los saldos pendientes a proveedores por parte de las AAPP, y la introducción de nuevos programas de liquidez a empresas y autónomos, vinculados al cobro de la deuda de sus clientes o a los gastos fijos de su actividad comercial.

**Si bien en el corto plazo la respuesta fiscal a esta crisis debe ser expansiva, en el medio plazo es necesario acometer reformas de calado para reducir el endeudamiento público y reconstruir márgenes para la actuación de la política fiscal ante futuras perturbaciones negativas.** A partir de las herramientas analíticas desarrolladas por el Banco de España, es posible valorar la evolución futura de la deuda pública española en diferentes escenarios alternativos. En este sentido, los ejercicios desarrollados en el recuadro 5.1 apuntan a que, en un escenario hipotético en el que las AAPP no realizaran ningún esfuerzo fiscal estructural en los diez próximos años, la ratio de deuda pública sobre el PIB permanecería, a finales de 2030, en niveles muy por encima del 100%. La persistencia en el tiempo de unos niveles de deuda pública tan elevados reduciría los márgenes de actuación contracíclicos de los que dispone la política fiscal para hacer frente a perturbaciones macroeconómicas adversas y expondría a la economía española a una situación de vulnerabilidad crónica ante cambios en el sentimiento inversor de los mercados financieros. Además, este elevado endeudamiento público podría llegar a lastrar la capacidad de crecimiento de la economía, en la medida en que afectase a sus condiciones agregadas de financiación, distorsionando las decisiones de inversión del sector privado. Frente a un escenario como el descrito, en el que no se acometen esfuerzos fiscales estructurales en el medio plazo, las simulaciones del recuadro 5.1 apuntan a que, en un escenario alternativo en el que las AAPP adoptaran una política fiscal coherente con el cumplimiento de las exigencias del componente preventivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) durante la próxima década, la ratio de

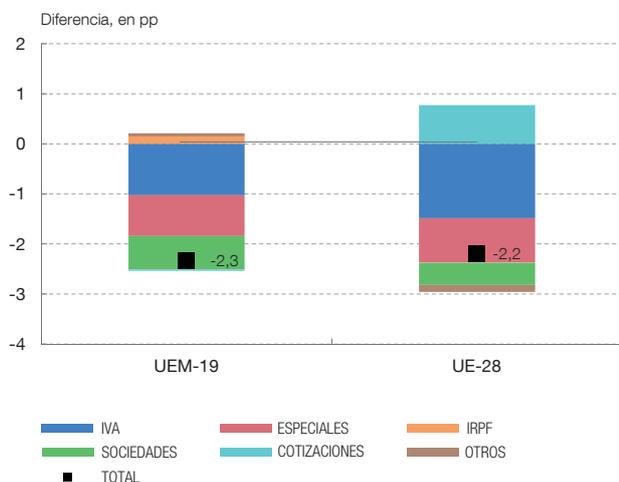
---

20 En este sentido, cabe destacar que la segunda fase del proyecto de revisión del gasto encargado a la AIReF, cuya finalización se espera para el verano de 2020, contempla el análisis del gasto hospitalario del Sistema Nacional de Salud.

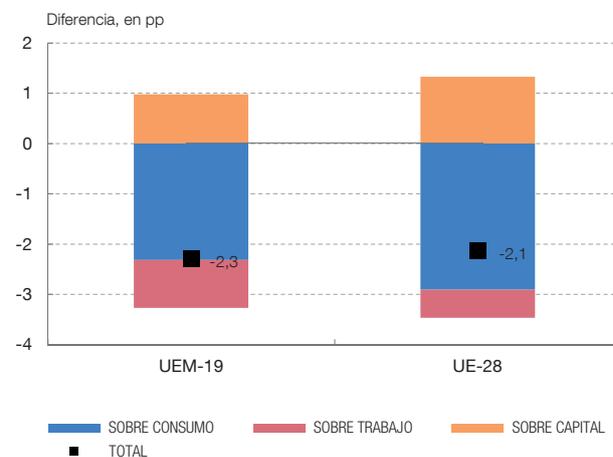
**DIFERENCIAS ENTRE LA ESTRUCTURA IMPOSITIVA DE ESPAÑA Y LA MEDIA DE LA UEM O DE LA UE EN 2018 (a)**

La recaudación impositiva en España, incluidos los ingresos por cotizaciones sociales, fue inferior a la del promedio de la UEM en más de 2 pp del PIB en 2018. En torno al 40 % de esa diferencia se explica por los menores ingresos del IVA, como consecuencia de la mayor proporción de bienes de consumo gravados al tipo reducido o superreducido. Los impuestos especiales representan en torno a un tercio de la diferencia.

1 DIFERENCIAS, POR FIGURA IMPOSITIVA



2 DIFERENCIAS, POR FUENTES DE IMPOSICIÓN EN PORCENTAJE DEL PIB



FUENTE: Eurostat 2020.

a La recaudación impositiva se define como los ingresos totales por impuestos y contribuciones sociales (excluyendo las contribuciones imputadas), minorados por la recaudación incierta. La media en la UEM-19 y la UE-28 se calcula como la media aritmética de la recaudación de los países miembros.



deuda pública sobre el PIB podría reducirse de forma gradual durante el período, hasta situarse por debajo del 100 % a finales de 2030.

**Para reconducir el endeudamiento de las AAPP a una senda coherente con el cumplimiento de los compromisos derivados del PEC, es necesario un programa de consolidación fiscal plurianual.** A fin de reforzar su credibilidad y efectividad, sería conveniente que este programa se enmarcara dentro de una estrategia global que incluyera la introducción de reformas que aumenten la capacidad de crecimiento de la economía y permitan ampliar las bases impositivas. Esto ayudaría a que la consolidación presupuestaria se acometiera con el gradualismo necesario para acompañar una recuperación económica vigorosa<sup>21</sup>. Dicha estrategia debe vincular a todas las administraciones con competencias en el ámbito fiscal y articularse en torno a una definición detallada de los objetivos presupuestarios que se desean alcanzar (así como de los plazos y de las medidas que serán necesarios para su consecución). Además, este programa debería basarse en una previsión prudente de la evolución macroeconómica e incluir un plan riguroso de respuesta temprana ante posibles desviaciones con respecto a los objetivos establecidos. Por otro lado, un aspecto esencial de cualquier programa de consolidación presupuestaria

21 Véase Andrés *et al.* (2020).

es el relativo a la composición del ajuste en términos de las contribuciones de los distintos capítulos de ingresos y gastos, de modo que se traten de minimizar los efectos adversos sobre el crecimiento económico. Aunque no existe un único canon universalmente aceptado como óptimo en lo que respecta a la cuestión de la composición de los ingresos y gastos públicos, las comparaciones internacionales con las economías de nuestro entorno ofrecen un punto de partida útil.

**Por el lado de los ingresos, existe margen para redefinir la cesta de impuestos, con objeto de que favorezca en mayor medida el crecimiento económico.** La recaudación impositiva en España, incluidos los ingresos por cotizaciones sociales, es inferior a la del promedio de la UEM en unos 2 pp del PIB (véase gráfico 5.7)<sup>22</sup>. En torno al 40 % de esa diferencia se explica por los menores ingresos del IVA en España, consecuencia del mayor porcentaje de bienes de consumo tasados al tipo reducido o superreducido. Por su parte, la recaudación derivada del impuesto sobre sociedades y de los impuestos especiales representa, en ambos casos, en torno a un 30 % de la diferencia. En el caso de los impuestos especiales, la menor recaudación en nuestro país se debe, en gran medida, a la baja imposición sobre los hidrocarburos en España y, en menor medida, sobre el tabaco y el alcohol. Por su parte, el IRPF y las cotizaciones sociales no contribuyen significativamente a la brecha recaudatoria con la UEM, si bien es cierto que las cotizaciones sociales que recaen sobre los empleadores en España son superiores al promedio europeo. Finalmente, la imposición medioambiental, que incluye además de algunos impuestos especiales, como el de hidrocarburos o el de la electricidad, otros impuestos indirectos, como el de transporte, también se sitúa en España unos 0,8 pp por debajo del promedio de la UEM.

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

**En la actualidad, está teniendo lugar la tramitación parlamentaria de los proyectos de ley para la introducción de dos nuevas figuras impositivas, que recaen, respectivamente, sobre algunas transacciones financieras y sobre la prestación de servicios digitales.** Está previsto que el impuesto sobre las transacciones financieras grave con un tipo del 0,2 % el valor efectivo de las operaciones de adquisición, en el mercado bursátil secundario, de acciones de

---

22 Véase López-Rodríguez y García Ciria (2018).

sociedades españolas cuya capitalización supere los 1.000 millones de euros, con independencia tanto del lugar geográfico en el que se realice la compraventa como de la residencia fiscal de los intervinientes en ella. El impuesto sobre determinados servicios digitales gravaría con un tipo del 3% el valor de las operaciones de prestación de tres tipos de servicios digitales (la inclusión de servicios de publicidad en una interfaz digital, la intermediación en operaciones comerciales entre usuarios y la transmisión de los datos recopilados sobre la actividad de los usuarios), siempre que la prestación corra a cargo de empresas con un volumen de facturación que supere los 750 millones de euros a escala global y los 3 millones de euros en España.

**La capacidad recaudatoria de estas u otras nuevas figuras impositivas se verá condicionada, entre otros factores, por el grado de coordinación fiscal en estas áreas a escala internacional.** El alto grado de integración internacional de nuestra economía, en un contexto en el que algunas bases imponibles pueden desplazarse con una relativa facilidad entre jurisdicciones, sugiere la conveniencia de alcanzar un cierto grado de coordinación con el resto de los países en la introducción de ciertos impuestos para evitar la aparición de desventajas competitivas y la deslocalización de ciertas tareas, con el consiguiente impacto negativo sobre la actividad económica desarrollada en nuestro país y, por tanto, sobre los ingresos fiscales. En el caso del nuevo impuesto sobre la prestación de servicios digitales, según recoge el proyecto de ley, las negociaciones actualmente en curso a escala internacional, bajo los auspicios de la OCDE, deberían servir para fijar unas condiciones comunes mínimas para una eventual introducción ordenada de esta figura impositiva, al menos en el ámbito de las principales económicas avanzadas, que se transpondrán a la legislación española una vez se aprueben. Este esfuerzo de coordinación internacional también es relevante de cara a otras herramientas impositivas que puedan recaer en otros ámbitos, como el de la fiscalidad medioambiental o el de determinadas actividades de algunas empresas multinacionales.

**Por el lado del gasto, sería conveniente incrementar el peso relativo de aquellas partidas relacionadas con la acumulación de capital humano y tecnológico.** Como ya se ha mencionado en el epígrafe 5.1.1, a pesar de que la inversión en capital humano y tecnológico es uno de los principales determinantes de la productividad y de la capacidad de crecimiento a largo plazo de una economía, el peso de estas partidas en la economía española, tanto desde la perspectiva del sector público como del sector privado, es reducido. En la medida en que la literatura económica ha documentado ampliamente el potencial que pueden tener los esfuerzos públicos en este ámbito para generar externalidades positivas y efectos multiplicadores sobre la capacidad de innovación del sector privado<sup>23</sup>, resulta conveniente que la inversión pública desempeñe un papel catalizador para aumentar la movilización de recursos privados en esta área (véase recuadro 5.2). En este sentido, y teniendo en cuenta la

---

23 Véanse, entre otros, Fournier (2016) y Comisión Europea (2017).

necesidad de priorizar el uso de los recursos presupuestarios, sería deseable que se reforzase la inversión pública en innovación, especialmente en aquellos sectores y procesos en los que la complementariedad con la actividad del sector privado es más elevada. Este sería el caso, por ejemplo, en el ámbito de la digitalización de la economía o de la lucha contra el cambio climático<sup>24</sup>.

**Para hacer compatible una mayor dotación de recursos en determinadas áreas con la necesaria corrección de los desfases presupuestarios, resulta necesario establecer un mapa claro de prioridades y mejorar la eficiencia del gasto público en todas sus rúbricas.** En los próximos años no solo será necesario incrementar el peso de ciertas partidas de la inversión pública y hacer frente a los retos que se derivan directamente de la pandemia de Covid-19, sino que también deberán abordarse otros importantes desafíos que ya existían antes de la crisis. Entre ellos cabe destacar el envejecimiento de la población (véase epígrafe 5.1.4) y el cambio climático y la transición hacia una economía más sostenible, que tendrán un impacto significativo sobre algunos gastos e ingresos públicos (véase sección 5.1.6). Como consecuencia del aumento previsible de la presión sobre los recursos públicos, la necesidad de acometer una consolidación fiscal hace indispensable mejorar la eficiencia en la vertiente del gasto y reducir aquellos recursos que no revistan un carácter prioritario a luz de las necesidades más relevantes de la economía y la sociedad españolas. Todo ello requiere de un ambicioso paquete de reformas estructurales y una evaluación continua y minuciosa de las políticas públicas que permita maximizar la eficiencia de unos recursos presupuestarios muy tensionados. En este sentido, las conclusiones de la primera fase de la revisión del gasto público que publicó la AIReF el año pasado ponen de manifiesto la existencia de un margen amplio para mejorar la eficiencia y la eficacia de componentes tan relevantes del gasto como el farmacéutico, las subvenciones o las políticas activas de empleo. Es importante que las recomendaciones ya emitidas por esa autoridad, junto con las que resulten de las siguientes fases del proceso de revisión actualmente en marcha, se tomen en cuenta cuanto antes en el proceso presupuestario.

#### 5.1.4 El envejecimiento poblacional

**El envejecimiento de la población es uno de los mayores desafíos que debe afrontar la economía española, desde una perspectiva tanto de largo como de corto plazo.** La extraordinaria envergadura de este reto viene determinada no solo por la propia magnitud de los cambios demográficos que están en marcha, sino también por las numerosas implicaciones de estos cambios en términos de la capacidad de crecimiento de la economía, el mercado laboral y la política fiscal, entre otras dimensiones<sup>25</sup>.

---

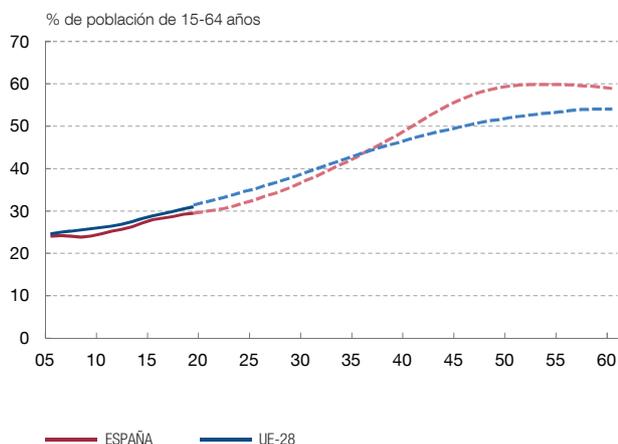
24 Véase Dechezlepretre y Popp (2015).

25 Véase Banco de España (2019b).

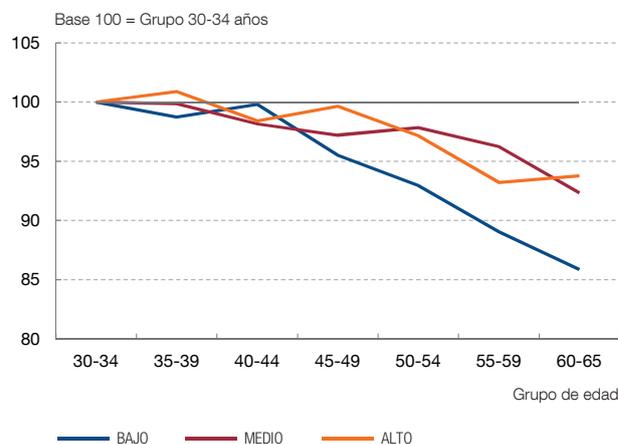
**EL ENVEJECIMIENTO POBLACIONAL EN ESPAÑA**

Según las proyecciones de Eurostat, en los próximos 25 años la tasa de dependencia aumentará en más de 25 pp en nuestro país, hasta el 56,1 %, el mayor incremento de los países de la UE. Las habilidades físicas y cognitivas de las personas se deterioran a lo largo del tiempo, lo que implica una merma de su productividad y una dificultad añadida a la hora de desempeñar determinadas tareas. Es fundamental reforzar el papel de las políticas activas de empleo y de la formación continua para este colectivo.

1 EVOLUCIÓN DE LA TASA DE DEPENDENCIA  
(población +65 / población 15-64)



2 PUNTUACIÓN PIAAC EN MATEMÁTICAS, POR NIVEL EDUCATIVO (a)



FUENTES: Seguridad Social, Instituto Nacional de Estadística, Eurostat y PIAAC (OCDE 2013).

a El nivel bajo de educación corresponde a los estudios de ESO o inferiores, el medio a estudios superiores a ESO pero inferiores a los universitarios, y el nivel alto a los estudios universitarios y superiores. Las barras representan los coeficiente estimados de un indicador para cada uno de los grupos de edad 50-54, 55-59 y 60-65 de una regresión que incluye otras variables de control. La variable dependiente es el índice de uso de las habilidades en el trabajo. La regresión incluye sexo, nivel educativo y variables *dummy*: para el sector de actividad, para la ocupación y para cada grupo de edad.



**Si bien el cambio demográfico es un reto que afecta a la mayor parte de las economías avanzadas, este proceso tendrá una especial incidencia en nuestro país.** De acuerdo con los datos de Eurostat, en la actualidad la tasa de dependencia —que mide la ratio entre la población mayor de 65 años y la población de entre 15 y 64 años— se sitúa en el 29,5 % en España. Esta tasa es inferior en un 31,4 % a la del conjunto de la UE y a la de 16 de sus Estados miembros. Sin embargo, las proyecciones de este organismo muestran que, en los próximos 25 años, la tasa de dependencia aumentará en más de 25 pp en nuestro país, hasta el 56,1 % (véase gráfico 5.8.1). Según Eurostat, España será el país de la UE que sufrirá el mayor incremento en esta tasa y, en 2045, solo Italia, Grecia y Portugal presentarán una tasa de dependencia mayor que la española (la media europea se situará en el 49,8 %).

**Entre los factores que explican el envejecimiento poblacional en España, destacan el aumento de la esperanza de vida y la caída de la tasa de fecundidad.** España muestra una de las esperanzas de vida más altas a escala internacional. Concretamente, según los últimos datos de Eurostat, la esperanza de vida al nacer en nuestro país alcanzó los 83,5 años en 2018, por encima de los 81 años del

conjunto de la UE. Frente a este aspecto, claramente positivo, la tasa de fecundidad en nuestro país, de apenas 1,26 hijos por mujer en edad fértil, es muy baja en comparación con la de otros países de nuestro entorno. Dicha tasa se sitúa, además, muy lejos de la tasa de fecundidad *deseada* por las mujeres en edad fértil (de 1,96 hijos por mujer)<sup>26</sup>. Esta evidencia apunta a la necesidad de analizar con detalle el papel que están desempeñando los distintos factores que condicionan la decisión de tener hijos y de valorar la conveniencia de introducir medidas adicionales que favorezcan la conciliación, incrementen el apoyo a las familias y aumenten las oportunidades en el mercado laboral, especialmente de las mujeres jóvenes con hijos, ya que son ellas las que, con frecuencia, resultan más afectadas económicamente por la decisión de ser madres<sup>27</sup>.

**El envejecimiento de la población presenta notables implicaciones en el ámbito de la política fiscal.** Tanto los ingresos como los gastos públicos se verán extraordinariamente afectados en los próximos años como consecuencia del proceso de envejecimiento poblacional, un aspecto que debe tener presente cualquier política presupuestaria y estrategia de consolidación fiscal a medio plazo. Por lo que respecta a los ingresos públicos, la composición de las bases fiscales y, por lo tanto, la capacidad recaudatoria del sistema impositivo actual se verán muy afectadas por el cambio demográfico. Las decisiones de consumo, de ahorro y de inversión de los hogares varían sensiblemente a lo largo de su ciclo vital. De igual manera, se aprecian diferencias muy significativas en el nivel y en la composición de la renta y la riqueza de los individuos en función de su edad. En particular, el rendimiento de los activos acumulados previamente a través del ahorro suele suponer una mayor proporción de la renta en los hogares de más edad que en los hogares más jóvenes, cuyas rentas laborales tienen un mayor peso relativo. Dado que para muchos activos la fiscalidad del ahorro se sitúa por debajo de la del trabajo, este aspecto incidirá en una menor recaudación agregada como consecuencia del proceso de envejecimiento poblacional, siempre y cuando no se ajuste la estructura impositiva actual. Además, en la medida en que los ingresos de los hogares normalmente experimentan una caída al alcanzar la jubilación, la progresividad del IRPF también implicará menores ingresos fiscales<sup>28</sup>.

**El incremento de la longevidad y el inminente comienzo del proceso de jubilación de la generación del *baby boom* ejercerán una considerable presión al alza sobre las cuentas públicas.** De acuerdo con los últimos datos publicados por Eurostat, correspondientes a 2018, el gasto en sanidad y en protección social en España, que incluye las transferencias asociadas a la jubilación, supervivencia e incapacidad, entre otras, alcanzó el 22,9% del PIB ese año. El peso de estas partidas en el PIB se incrementará en los próximos años. Así, por ejemplo, el informe sobre envejecimiento

---

26 Véase [Encuesta de fecundidad, INE 2018](#).

27 Véase De Quinto *et al.* (2020).

28 Véase Ramos (2019).

de la Comisión Europea de 2018 proyecta que, en 2050, el gasto sanitario y en cuidados de larga duración superará en casi 2 pp del PIB el registrado en 2016<sup>29</sup>.

**La presión demográfica plantea la necesidad de introducir medidas adicionales para reforzar la sostenibilidad financiera del sistema público de pensiones.**

Las decisiones recientes de revalorizar las prestaciones con el IPC y de suspender la aplicación del factor de sostenibilidad han supuesto, en la práctica, la revocación de dos importantes mecanismos de ajuste que permitían contrarrestar el impacto sobre el gasto en pensiones del incremento esperado de la tasa de dependencia en los próximos años<sup>30</sup>. En este contexto, asegurar la viabilidad financiera del sistema público de pensiones exigirá un debate riguroso que aborde el nivel de prestaciones que debe proveer el sistema y cómo movilizar los recursos suficientes para sufragarlas. En la medida en que una mayor necesidad de recursos puede suponer un aumento de las cargas soportadas por las generaciones más jóvenes, presentes y futuras, este debate debería tener en cuenta no solo a las cohortes más cercanas a la edad de jubilación, sino también a las más jóvenes, y establecer unos parámetros básicos de equidad intergeneracional.

**Sería conveniente reforzar el vínculo entre las contribuciones realizadas y las prestaciones recibidas, asegurando siempre un nivel de suficiencia para aquellos hogares con recursos más limitados.**

En general, el establecimiento de mecanismos automáticos de ajuste ayuda a estabilizar el sistema adaptándolo a los cambios demográficos y económicos. En este sentido, y precisamente para garantizar la sostenibilidad del sistema, varios países de la UE, como Alemania, Suecia, Italia o Portugal, ya han establecido un vínculo entre el nivel de las prestaciones o la edad de jubilación y la esperanza de vida, opciones que podría ser adecuado considerar en el caso español. Asimismo, debería valorarse si es conveniente fomentar el desarrollo de mecanismos de ahorro privado complementarios al sistema público, cuya implantación en España es muy limitada en comparación con la que se observa en otras economías del norte de Europa<sup>31</sup>.

**El envejecimiento de la población también plantea retos muy relevantes en términos del crecimiento potencial de la economía a través de su impacto sobre el mercado laboral y la productividad de los trabajadores.**

La tasa de participación en el mercado de trabajo se reduce para edades cercanas a la de jubilación. Parte de este hecho se explica porque las habilidades físicas y cognitivas de las personas se deterioran a lo largo del tiempo, lo que implica una merma de su productividad y una dificultad añadida a la hora de desempeñar determinadas tareas (véase gráfico 5.8.2)<sup>32</sup>. Evitar este deterioro de la empleabilidad

29 Véase Comisión Europea (2018a).

30 Véase Arce (2019).

31 Véase OCDE (2019b).

32 Véase Anghel y Lacuesta (2020).

de los trabajadores a medida que envejecen y, por lo tanto, del potencial de crecimiento de la economía es especialmente importante en el contexto actual, en el que, además de profundos cambios demográficos, se está produciendo un proceso de transformación tecnológica muy intensa, que exige cada vez mayores competencias numéricas, habilidades en el uso de datos y la adopción de las tecnologías digitales. Para ello es fundamental reforzar el papel de las políticas activas de empleo y de la formación continua.

**La prolongación de la vida laboral de los trabajadores de mayor edad también puede requerir cambios en las condiciones laborales.** En particular, sería conveniente que las empresas trataran de impulsar el teletrabajo en aquellos casos en los que esta posibilidad es más accesible. De acuerdo con la evidencia disponible, esta opción, cuyo desarrollo se ha acelerado de forma muy significativa desde el estallido de la crisis sanitaria provocada por el Covid-19 (véase epígrafe 5.2), se percibe como más atractiva y se utiliza con más frecuencia precisamente por los trabajadores de mayor edad. También sería conveniente replantear las condiciones laborales de forma que se favorezcan las transiciones entre ocupaciones a lo largo de la carrera profesional de los trabajadores, pues se ha demostrado que estas ayudan a incrementar la productividad y permiten extender la permanencia en el mercado de trabajo<sup>33</sup>.

**Como muchos otros retos, el envejecimiento de la población también plantea nuevas oportunidades, que conviene no desaprovechar.** En particular, el cambio demográfico ofrece posibilidades para el desarrollo de algunos sectores en el medio plazo, entre los que cabe destacar la salud, el ocio, el turismo, el inmobiliario y el financiero. En este sentido, España cuenta con una situación de partida favorable para competir en la provisión de servicios destinados a la población en tramos de edad avanzados —lo que se ha denominado la *silver economy*<sup>34</sup>—, tanto por nuestras especiales condiciones geográficas y culturales como por el patrón de especialización sectorial que se ha desarrollado en los últimos años. El aprovechamiento de las nuevas oportunidades que se plantean en este ámbito exigirá ser ágiles, en lo que se refiere tanto al sector público como al sector privado, y perseguir mejoras continuas de la calidad y de la eficiencia en la provisión de los bienes y servicios que demanda una sociedad más envejecida.

### 5.1.5 La desigualdad

**La crisis financiera global dio lugar a un aumento significativo de la desigualdad de la renta salarial en España.** La fase de crecimiento económico robusto e ininterrumpido que se prolongó desde finales de 2013 hasta la irrupción de la

---

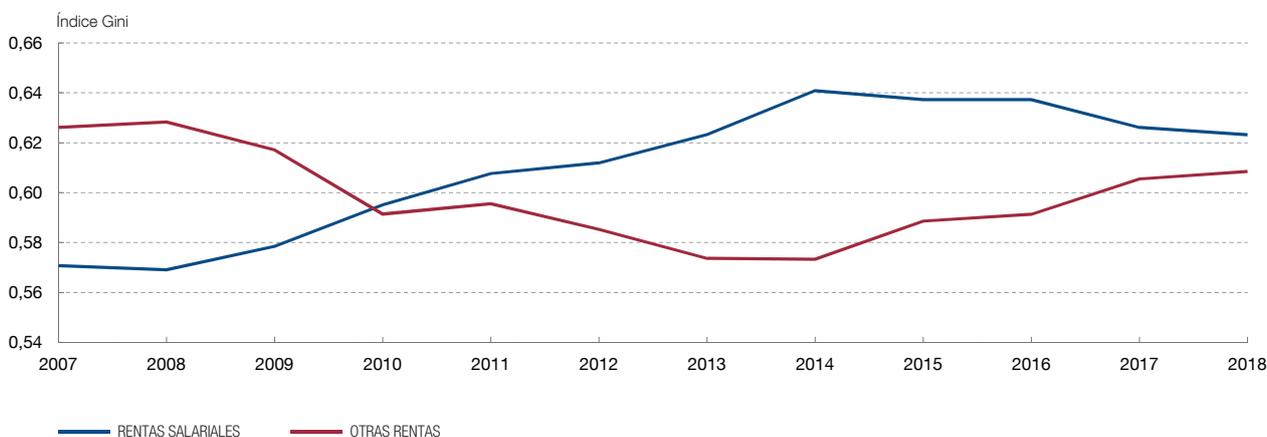
33 Véanse Instituto Nacional de Estadística (2020) y Hudomiet *et al.* (2020).

34 Véase Comisión Europea (2018b).

**LA DESIGUALDAD DE RENTA EN ESPAÑA**

A pesar de la disminución de la desigualdad de la renta de los últimos años, la sociedad y la economía españolas afrontan la crisis del Covid-19 con un nivel de partida en términos de desigualdad claramente superior al que se registraba a finales del anterior ciclo expansivo, previo a la crisis de 2008.

ÍNDICE GINI DE LA RENTA SALARIAL TOTAL DEL HOGAR Y DE OTRAS RENTAS DEL HOGAR (a)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (Encuesta de Condiciones de Vida).

a Otras rentas incluyen: rentas de autónomos, rentas de capital, rentas de los menores de 16 años, vejez y supervivencia, resto de prestaciones sociales, prestaciones por desempleo y transferencias de otros hogares.



pandemia hace unos meses permitió la creación de casi 3 millones de puestos de trabajo y una notable reducción de la tasa de paro, lo que contribuyó significativamente a moderar la desigualdad de la renta en nuestro país. No obstante, la mejora en los principales indicadores de desigualdad ha sido relativamente limitada, de forma que la sociedad y la economía españolas enfrentan la crisis del Covid-19 con un nivel de partida en términos de desigualdad claramente por encima del que se registraba a finales del anterior ciclo expansivo previo a la crisis de 2008 (véase gráfico 5.9).

**Entre los colectivos más afectados por el aumento de la desigualdad, destacan los jóvenes.** Así, por ejemplo, en 2018 el nivel de renta de los menores de 35 años aún se encontraba un 20 % por debajo de su nivel en 2007. Esto ha sido consecuencia, fundamentalmente, de la reducción en la duración media de sus contratos temporales, excesivamente frecuentes en este colectivo, y del aumento en el grado de parcialidad, en muchos casos involuntaria<sup>35</sup>.

**La crisis del Covid-19 está incidiendo con mayor intensidad sobre los colectivos más vulnerables, lo que previsiblemente supondrá un deterioro adicional en los niveles de desigualdad.** Tanto en España como en otros países de nuestro

<sup>35</sup> Véase Puente y Regil (2020).

entorno se ha documentado que, entre la población ocupada en los sectores más afectados por las medidas de distanciamiento social que se han implementado para contener la pandemia, la proporción de mujeres, de jóvenes y de colectivos con menos formación, menos renta, escasa experiencia y contratos temporales es especialmente elevada. En España, en estos sectores hay, además, un porcentaje más elevado de ocupados con activos financieros reducidos con los que poder hacer frente a una caída de los ingresos laborales (véase recuadro 4.2)<sup>36</sup>.

**Junto con los jóvenes, las mujeres son otro de los grupos que más se están viendo afectados por la crisis.** En una encuesta llevada a cabo en mayo en nuestro país se observó que, al contrario que en la crisis económica anterior, desde el comienzo de esta crisis el 11 % de las mujeres había perdido su empleo, frente al 8 % de los hombres. El porcentaje de mujeres afectadas por un ERTE (un 25 %) también era superior al de los hombres (un 19 %)<sup>37</sup>. Por otro lado, las mujeres dedican, en media, más tiempo que los hombres al cuidado de los hijos. En este sentido, hay que tener en cuenta que la brecha salarial de género se empieza a detectar precisamente en el momento en el que empieza el cuidado del primer hijo, y persiste en el tiempo<sup>38</sup>.

**En este contexto, es fundamental desplegar medidas de apoyo para proteger a los colectivos más afectados.** Como ya se ha discutido en otras partes de este Informe, un objetivo fundamental de la política económica en la coyuntura actual es evitar que la perturbación eminentemente transitoria provocada por la pandemia de Covid-19 acabe teniendo efectos permanentes sobre la economía. La consecución satisfactoria de dicho objetivo pasa, ineludiblemente, por abordar los efectos adversos que esta crisis puede provocar sobre la actividad a través de un aumento excesivo de la desigualdad. En este sentido, una abundante evidencia empírica apunta a que unos niveles de desigualdad demasiado elevados pueden incidir negativamente, y de forma permanente, no solo en el grado de cohesión social, sino también en las decisiones de gasto, inversión y acumulación de capital humano del conjunto de la economía. En otras palabras, con frecuencia una desigualdad excesiva supone un lastre para el crecimiento económico y su sostenibilidad<sup>39</sup>.

**Las medidas de protección del empleo y de apoyo a las rentas de los hogares que ha activado el Gobierno en respuesta a esta crisis contribuirán a reducir la vulnerabilidad de los hogares más afectados por ella** (véase epígrafe 4.3). En la medida en que algunos de los efectos adversos de esta crisis se extiendan en el tiempo, parece apropiado mantener algunas de estas medidas de apoyo al empleo y a las rentas de los hogares más vulnerables durante un horizonte más amplio que el previsto inicialmente. No obstante, a la hora de implementar una eventual extensión

---

36 Véase Adams-Prassl *et al.* (2020) para el Reino Unido.

37 Véase Farré *et al.* (2020).

38 Véase De Quinto *et al.* (2020).

39 Véase Banerjee y Duflo (2003).

de estas actuaciones es fundamental que se mantenga tanto el carácter focalizado de estas como su enfoque temporal. En este sentido, debería evitarse que dichas medidas de apoyo acaben retrasando de forma ineficiente los ajustes estructurales que deban producirse en algunos sectores o empresas (por ejemplo, en el caso de los ERTE) o distorsionando permanentemente las decisiones de participación en el mercado laboral de algunos colectivos (por ejemplo, en el caso de algunos subsidios).

**Con un carácter más permanente, el ingreso mínimo vital (IMV) aprobado recientemente puede constituir una herramienta útil para reducir el nivel de pobreza extrema de colectivos con dificultades estructurales especiales.**

Para ello, al igual que con cualquier otra actuación de política económica, será fundamental cómo se aplique esta medida en la práctica, que deberá ir acompañada de un seguimiento continuo y riguroso de su funcionamiento, de su coste y del grado de consecución de los objetivos perseguidos. En particular, en estos momentos resulta relevante valorar cómo puede solaparse este instrumento con otras ayudas ya dispuestas a escala central, regional y local, a efectos de asegurar la eficiencia en el uso de los recursos públicos en el conjunto de las administraciones. También habrá que precisar si los requisitos de elegibilidad establecidos en el diseño actual (como aquellos relativos a la necesidad de estar registrado en el Servicio Público de Empleo Estatal) excluyen de la ayuda a algunos colectivos vulnerables, o si otros requisitos pueden recalibrarse para proporcionar una imagen más fiel del verdadero grado de necesidad de los beneficiarios, como en el caso de los umbrales al patrimonio, que posiblemente deberían incluir algún tipo de requisito de información acerca del nivel de endeudamiento del solicitante. Además, conviene vigilar estrechamente la posibilidad de que este instrumento, al ser una transferencia permanente, pueda acabar provocando algunos efectos indeseados (por ejemplo, en términos de la capacidad futura de los beneficiarios de generar ingresos o de un posible desplazamiento de algunas actividades económicas a sectores informales). En este sentido, será necesario evaluar, como recoge el real decreto-ley, la efectividad de algunas de las medidas previstas para evitar esos efectos no deseados, como el mantenimiento temporal de al menos una parte de la cuantía subsidiada cuando el beneficiario encuentra trabajo.

**En todo caso, el IMV no supe el papel de otras herramientas que pueden actuar como estabilizadores automáticos y amortiguar, con carácter general, las perturbaciones negativas de renta de los hogares.**

Así, por ejemplo, en situaciones de crisis como la actual, es probable que haya colectivos afectados muy negativamente, pero que no satisfagan las condiciones de acceso al IMV. Por ejemplo, para aquellos desempleados que vayan agotando los subsidios de desempleo, pero que no cumplan los requisitos para acceder al IMV, podría ser necesario aprobar extensiones adicionales de estos estabilizadores automáticos, con la posibilidad de permitir una cierta compatibilidad con el trabajo durante los primeros meses después de haberlo recuperado.

**La reducción de los efectos negativos de la desigualdad no solo requiere políticas de apoyo a las rentas de los colectivos más desfavorecidos, sino que también exige actuaciones en dimensiones muy diversas.** En particular, en la medida en que uno de los principales factores que explican la vulnerabilidad de los jóvenes es la excesiva temporalidad en el mercado laboral y la marcada dualidad entre trabajadores fijos y temporales, es necesario revisar la regulación del mercado de trabajo en línea con las propuestas planteadas en el epígrafe 5.1.2. Un área relevante en la que las consideraciones de equidad deben tenerse en cuenta es el relativo a las eventuales reformas del sistema público de pensiones, que se han comentado en el epígrafe 5.1.4. En particular, los cambios que puedan introducirse en el sistema deben diseñarse de modo que tanto los costes como los beneficios que generen se repartan equitativamente entre las cohortes que actualmente son beneficiarias del sistema y las generaciones más jóvenes.

**Otro ámbito en el que se debe actuar es el relativo a las condiciones de acceso a la vivienda.** En los últimos años, estas condiciones se han endurecido tanto en el caso de la vivienda en propiedad como, en particular, en el de la vivienda en alquiler<sup>40</sup>. Este fenómeno tiene una especial incidencia en colectivos vulnerables, como los jóvenes, y puede influir negativamente en algunos aspectos tan relevantes como el ritmo de creación de nuevos hogares, la tasa de fertilidad o las decisiones de movilidad geográfica. De nuevo, algunas de las deficiencias ya referidas del mercado laboral español habrían influido en esta dinámica observada en el mercado de la vivienda, a la que también habría contribuido el aumento muy significativo del precio del alquiler en los últimos años, y que ha sido particularmente elevado en determinadas ciudades y regiones que han experimentado fuertes incrementos de la demanda<sup>41</sup>. En este contexto, se debe dar prioridad a aquellas políticas públicas dirigidas a favorecer un incremento sostenido de la oferta de vivienda de alquiler<sup>42</sup>. Del mismo modo, es conveniente disponer de un marco regulatorio estable que garantice la seguridad jurídica, con el fin de que los propietarios de inmuebles encuentren los incentivos adecuados para ofertar sus propiedades en el mercado de alquiler.

### 5.1.6 La transición hacia una economía más sostenible

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

---

40 Véase López-Rodríguez y Matea (2019).

41 Véase Álvarez y García-Posada (2019).

42 Véase López-Rodríguez y Matea (2020).

**En los últimos años, tanto la UE como España se han posicionado activamente en la lucha contra el cambio climático y, en particular, en favor de la implementación del Acuerdo de París<sup>43</sup>.** A finales de 2019, la Comisión Europea presentó el Pacto Verde Europeo<sup>44</sup>, que incluye un amplio paquete de medidas para alcanzar la neutralidad climática de la UE en 2050 e incrementan el objetivo de reducción de emisiones para 2030. Además, la UE ha venido desempeñando un papel de liderazgo en la búsqueda de una acción coordinada a escala internacional que haga frente al cambio climático. Por lo que respecta a España, el pasado mes de mayo el Gobierno envió a las Cortes el primer proyecto de Ley de Cambio Climático y Transición Energética. Como en el caso europeo, este proyecto establece unos objetivos medioambientales ambiciosos. En particular, el plan aspira a que, en 2030, se alcance una reducción del 20 % de las emisiones de gases de efecto invernadero respecto del nivel de 1990 (lo que supone una disminución del 33 % respecto del nivel de 2017), una mejora del 35 % en la eficiencia energética y un peso de las energías renovables en el consumo total de energía final del 35 %. A más largo plazo, el propósito es lograr la neutralidad climática no más tarde de 2050 y que el sistema eléctrico sea 100 % renovable.

**Alcanzar estos objetivos exigirá desplegar una estrategia integral y coordinada a escala internacional.** Esta estrategia debe tratar de facilitar la inversión en tecnologías menos contaminantes, evitar la incertidumbre regulatoria, y minimizar los riesgos de deslocalización de la actividad y los costes de adaptación. De acuerdo con algunos estudios, la sociedad española parece estar mayoritariamente concienciada de los riesgos de no actuar de forma inmediata en la lucha contra el cambio climático y dispuesta a asumir ciertos costes que puedan derivarse de estas actuaciones<sup>45</sup>.

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

**Esta es la dirección a la que apuntan diversas iniciativas que se encuentran en discusión.** Así, por ejemplo, la principal herramienta que se contempla en el

---

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

44 Véase «Un Pacto Verde Europeo» (Comisión Europea).

45 Véase Lázaro-Touza *et al.* (2019).

Pacto Verde Europeo para lograr los objetivos propuestos es el Sistema de Comercio de Emisiones (SCE), con el que se pretende establecer un precio para los derechos de emisión que desincentive el uso del carbono en favor de energías menos contaminantes. En 2019, el precio de estos derechos se mantuvo en niveles todavía muy alejados de las referencias que algunos organismos consideran apropiadas para alcanzar los objetivos del Acuerdo de París. Con el propósito de tratar de cerrar esta brecha, el Pacto Verde Europeo extiende el SCE a más sectores de la economía, como el transporte, el sector marítimo y la construcción, y reduce a mayor ritmo el volumen de emisiones permitidas dentro del sistema. Como complemento al sistema de emisiones, la Comisión también ha propuesto la introducción de un ajuste en frontera del coste del carbono para evitar que las empresas trasladen su producción a países con una normativa medioambiental menos exigente. Otras iniciativas van orientadas a reducir las emisiones en el sector del transporte, eliminando las subvenciones al empleo de combustibles fósiles y endureciendo la normativa en materia de contaminación de los automóviles, así como a promover el reciclaje y la innovación en tecnologías limpias. En todo caso, conviene destacar que, en materia de imposición medioambiental, existen en la actualidad notables diferencias nacionales dentro de la UE, tanto en la tipología como en el alcance de los instrumentos utilizados. De cara al futuro, sería conveniente incrementar el grado de armonización europeo en el uso de la imposición medioambiental.

**El papel de la política fiscal en la lucha contra el cambio climático no se reduce exclusivamente al ámbito impositivo: incrementar la inversión pública será fundamental.** Así, por ejemplo, aunque el Pacto Verde Europeo pretende movilizar inversiones por importe de un billón de euros en diez años (aproximadamente, un 0,5 % del PIB europeo por año), las estimaciones de la propia Comisión Europea sugieren que alcanzar los objetivos climáticos de la UE aún requeriría una inversión anual adicional equivalente al 1,5 % del PIB europeo. Como ya se ha mencionado en los epígrafes 5.1.1 y 5.1.3, es precisamente en proyectos de innovación, como los relacionados con el desarrollo de nuevas tecnologías más limpias y eficientes, y en períodos de incertidumbre, como el actual, cuando la inversión pública debe desempeñar un papel catalizador, que es susceptible de generar importantes efectos de arrastre y externalidades positivas tanto sobre la inversión del sector privado como sobre el potencial de crecimiento del conjunto de la economía.

**Algunos instrumentos de la política fiscal también podrían utilizarse para compensar a aquellos agentes que pueden verse negativamente afectados en este proceso de transición ecológica.** La política económica debe reconocer que, en la transición hacia una economía más sostenible, habrá grupos poblacionales, regiones y sectores cuyo bienestar se verá inevitablemente reducido, al menos en el corto plazo. En particular, es evidente que alcanzar los objetivos climáticos requerirá esfuerzos muy diferentes para las distintas ramas de actividad. En este sentido, es fundamental que se identifiquen adecuadamente aquellos agentes o sectores que presentan una mayor vulnerabilidad ante las medidas dispuestas para afrontar el

cambio climático, y que se implementen políticas efectivas y eficientes para mitigar los posibles efectos negativos sobre estos colectivos. Una posibilidad sería utilizar los ingresos obtenidos mediante los impuestos medioambientales ya mencionados para facilitar el proceso de ajuste en el corto plazo de dichos colectivos.

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

**Los supervisores han de asegurarse de que las entidades valoran correctamente los riesgos asociados al cambio climático y los incorporan en la gestión de sus carteras.** En esta dirección se están desarrollando múltiples iniciativas<sup>46</sup>. En particular, están elaborándose unas guías supervisoras que homogeneícen la aproximación que hacen las distintas entidades al tratamiento de estos riesgos. Muchos supervisores (entre ellos, el Banco de España) están desarrollando también pruebas de resistencia medioambientales, con la intención de introducirlas en los próximos años y de analizar las implicaciones para las entidades financieras de distintos escenarios que impliquen cambios en la estructura de la economía.

**Las entidades de crédito españolas presentan una exposición moderada a las ramas de actividad potencialmente más afectadas por los riesgos de transición<sup>47</sup>.** En particular, el crédito concedido por las entidades españolas a estas ramas representa alrededor del 24 % de su cartera de préstamos a actividades productivas (véase gráfico 5.10.1). Desde la crisis financiera global, la tasa de morosidad en estas ramas ha sido inferior a la observada en el resto de los sectores productivos (véase gráfico 5.10.2). En parte, esto sería consecuencia de que algunas de las ramas más expuestas a los riesgos de transición presentan unos beneficios unitarios por encima de la media. En la medida en que, como parte del proceso de transición hacia una economía más sostenible, estas ramas se vean obligadas a internalizar los costes medioambientales que generan, dichos sectores podrían ver

---

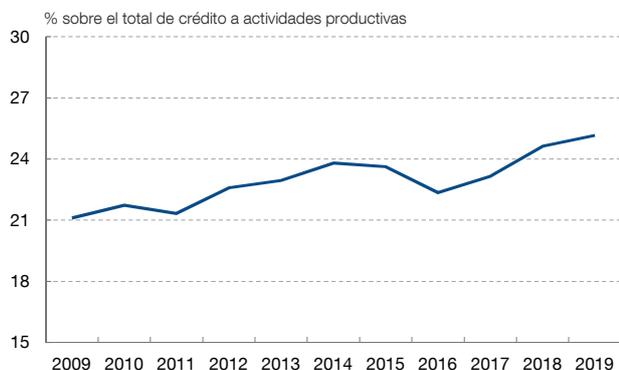
46 Véanse Banco de España (2019b) y Delgado (2019) para un análisis reciente de las implicaciones del cambio climático para el sistema financiero y de las iniciativas de los reguladores financieros en esta área.

47 Se incluyen en esta categoría aquellas ramas de actividad cuyas emisiones anuales de CO<sub>2</sub> superan los 0,11 kilos por euro de valor añadido. En este grupo se encuentran varias ramas de transporte, la producción de energía eléctrica, el refinado de petróleo, la industria química, la metalurgia, la fabricación de productos no metálicos, papel, madera, alimentación, textil y agricultura. En conjunto, estas ramas representan un 20 % del valor añadido de la economía española y un 18 % del empleo. Es importante reseñar que no todas las empresas dentro de estas ramas son igualmente contaminantes.

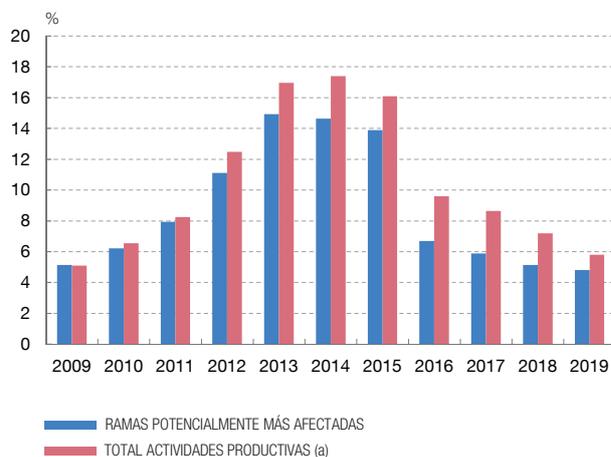
## EL SISTEMA BANCARIO Y LOS RIESGOS ASOCIADOS AL CAMBIO CLIMÁTICO

El crédito concedido por las entidades españolas a las ramas de actividad potencialmente más afectadas por los riesgos de transición representa alrededor del 24 % de su cartera de préstamos a actividades productivas. Además, la tasa de morosidad en estas ramas de actividad ha sido, desde la crisis financiera global, inferior a la observada en el resto de los sectores productivos.

1 EXPOSICIÓN DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL A LAS RAMAS DE ACTIVIDAD POTENCIALMENTE MÁS AFECTADAS POR LOS RIESGOS DE TRANSICIÓN ENERGÉTICA



2 RATIO DE MOROSIDAD SEGÚN LA SENSIBILIDAD DE LAS RAMAS DE ACTIVIDAD A LOS RIESGOS DE TRANSICIÓN ENERGÉTICA



FUENTE: Banco de España.

a Excluyendo las ramas de construcción y promoción inmobiliaria.



reducido ese diferencial de rentabilidad, al tiempo que aumentaría su riesgo percibido de crédito y de mercado en relación con el de otras ramas de actividad. Las entidades de crédito deberán tener estas consideraciones en cuenta.

**Los supervisores también deberán colaborar en el desarrollo de la infraestructura de los mercados de capitales que demanda la transición hacia una economía más sostenible medioambientalmente.** El objetivo es que estos mercados dispongan de los instrumentos necesarios para poder complementar a las entidades de crédito en el enorme proceso de reasignación de financiación entre sectores y empresas que implica la transición ecológica. En este sentido, cabe reseñar que los mercados financieros están desarrollando progresivamente instrumentos de financiación ligados a la denominada «economía verde». En la actualidad, la demanda por parte de los inversores de este tipo de productos es superior a la oferta disponible, lo que ha contribuido a que estos instrumentos disfruten de una cierta «prima verde». En colaboración con otras instituciones y con los propios participantes en los mercados financieros, los supervisores deben contribuir al desarrollo y armonización internacional de una taxonomía, suficientemente dinámica y detallada, que aporte transparencia acerca de las actividades (y productos) que contribuyen a la transición hacia una economía baja en carbono y de aquellas que están más expuestas a los riesgos del cambio

climático. En este sentido, el desarrollo de la Taxonomía de la UE para actividades sostenibles, cuya entrada en vigor se producirá próximamente, constituye un hito muy notable, fruto de la cooperación entre un amplio abanico de instituciones y participantes en los mercados financieros, para el avance de los productos de financiación «verde» de cara al futuro<sup>48</sup>. Asimismo, los supervisores deben desempeñar un papel activo en las iniciativas en curso que persiguen desarrollar un marco robusto e internacionalmente consistente para la divulgación de información financiera relacionada con cuestiones climáticas.

**La regulación financiera y la política monetaria también podrían contribuir a la transición hacia una economía más sostenible, pero solo en la medida en que esto no interfiera en el cumplimiento de los objetivos primarios de estas políticas.**

Se ha planteado la posibilidad de que los bancos centrales, en el marco de la regulación financiera y de la política monetaria, desempeñen un papel más proactivo en la transición hacia una economía más sostenible, ya sea penalizando a los sectores o iniciativas más contaminantes (*browning*) o favoreciendo a sus equivalentes más limpios (*greening*). Sin embargo, la inclusión explícita de aspectos medioambientales en la conducción de estas políticas debería estar justificada por el hecho de que exista un diferencial de riesgo bien identificado entre distintos tipos de actividades (y los activos correspondientes) según su mayor o menor sensibilidad medioambiental, o porque estas actividades generen un comportamiento asimétrico de las dinámicas de precios agregados. Estas consideraciones, entre otras, se están teniendo en cuenta en la actualidad en la revisión estratégica de la política monetaria del Eurosistema. En cualquier caso, mientras se avanza en esta revisión, el Banco de España ha aprobado ya la incorporación de los criterios de sostenibilidad y responsabilidad a la política de inversión de la cartera de reservas que gestiona y, dentro de su mandato, ha venido incrementando progresivamente su cartera propia de bonos verdes. Además, el Banco de España es uno de los miembros fundadores del fondo de inversión verde que ha constituido el Banco de Pagos Internacionales de Basilea.

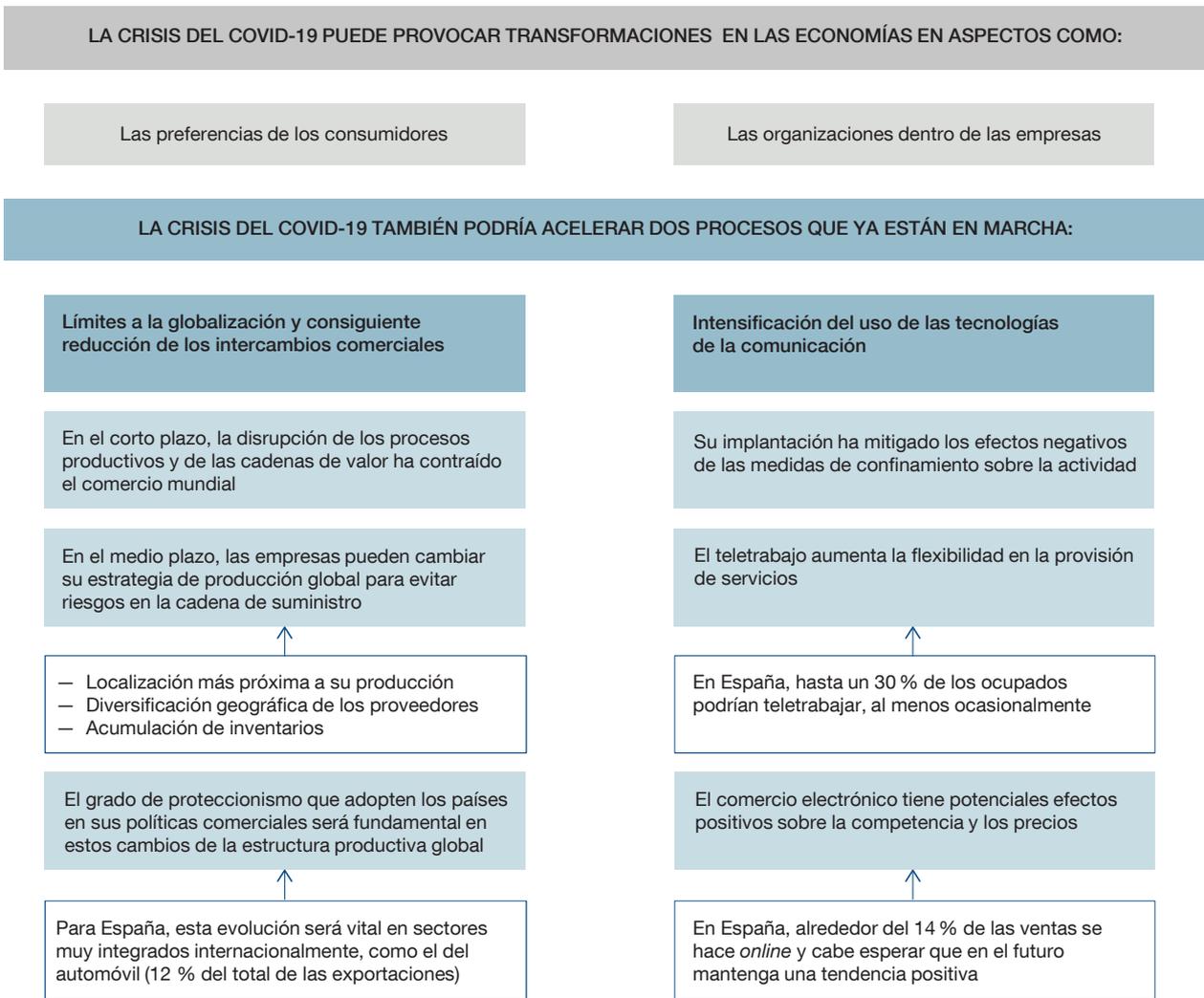
## 5.2 Nuevas realidades económicas tras el Covid-19

**Además de incrementar la magnitud de algunos retos ya preexistentes en la economía española, la crisis actual también plantea nuevos desafíos.** En particular, esta crisis ha aflorado algunas vulnerabilidades vinculadas a la notable fragmentación internacional de los procesos producción a través de las llamadas «cadenas globales de valor» (CGV), uno de los fundamentos del proceso de globalización en el que la economía mundial ha estado inmersa en las últimas décadas. Asimismo, la crisis sanitaria ha provocado algunos cambios importantes en el patrón de comportamiento de los agentes, como, por ejemplo, en lo relativo a los hábitos de consumo de los hogares y a la organización del trabajo dentro de las

---

48 Véase [EU taxonomy for sustainable activities](#).

**TRANSFORMACIONES GLOBALES TRAS EL COVID-19 Y SUS EFECTOS EN ESPAÑA**



FUENTE: Banco de España.

empresas, que podrían modificar significativamente el ritmo de avance futuro del proceso de digitalización de la economía. La respuesta que se dé a estas nuevas vulnerabilidades y el grado de permanencia de los cambios que se han observado recientemente en el comportamiento de los agentes podrían tener implicaciones muy importantes sobre el desarrollo de la actividad económica en el medio y largo plazo, no solo para nuestro país, sino también a escala global (véase esquema 5.1).

**La crisis del Covid-19 ha puesto de manifiesto algunas de las vulnerabilidades asociadas al proceso de globalización.** A lo largo de las últimas décadas, en el marco de un entorno regulatorio favorable, las empresas han tendido a reubicar parte de su producción en otros países y a proveerse de insumos en los mercados internacionales, persiguiendo ahorros de costes y ganancias de eficiencia. De esta

forma, en la actualidad, las CGV representan casi la mitad de todo el comercio mundial<sup>49</sup>. Al mismo tiempo, con el objeto de aprovechar al máximo las asimetrías en el patrón de especialización productiva de las diferentes economías, la producción de determinados bienes finales también se ha deslocalizado de forma significativa, y en algunos casos se ha concentrado en unos pocos proveedores internacionales. En un entorno productivo y comercial como el descrito, y en un marco de gobernanza global incompleto como el expuesto en la sección 3.2, la irrupción de la crisis sanitaria ha evidenciado algunas fricciones que afectan al adecuado funcionamiento de las economías nacionales. Estas fricciones estarían ligadas a la extraordinaria dependencia de muchas economías y sectores de los flujos comerciales internacionales de cara a mantener la producción nacional en determinadas ramas de actividad o a satisfacer la demanda interna de algunos productos. Concretamente, a raíz de la pandemia se han registrado importantes disrupciones en las cadenas globales de suministro, que han condicionado la producción en industrias como la del automóvil, muy relevantes para la economía española y la europea. Asimismo, en muchos países se han observado algunas carencias importantes para satisfacer unos niveles mínimos de demanda interna en el caso de determinados bienes de consumo esencial y de material sanitario.

**No es descartable que, a la vista de estas vulnerabilidades, algunas autoridades nacionales traten de reducir su dependencia de los insumos y bienes finales importados en el futuro y de potenciar la industria nacional en determinados sectores.** Del mismo modo, aun a costa de una cierta pérdida de eficiencia, determinadas empresas podrían optar por trasladar algunas fases de la producción a la propia matriz o a localizaciones más próximas, aprovisionarse en mayor medida en el mercado interno o en el ámbito regional, como, por ejemplo, en el marco de la Unión Europea, diversificar sus fuentes de insumos o acumular mayores inventarios para evitar riesgos en la cadena de suministro. Una generalización de algunas de las estrategias dirigidas a reforzar la producción nacional contribuiría a ralentizar aún más el proceso de globalización de la economía mundial, en línea con lo observado en los últimos años como consecuencia, en gran medida, de la reaparición de tendencias proteccionistas en algunas de las grandes economías mundiales.

**Resulta difícil anticipar el grado de permanencia e intensidad de estas tendencias globales y su impacto sobre la economía española, pero sería deseable planificar una estrategia, idealmente, en el contexto europeo, que permita hacer frente a los potenciales desarrollos que se produzcan en este ámbito.** Conviene resaltar que, desde la crisis financiera global, el peso de las exportaciones españolas en el PIB ha aumentado en casi 10 pp. Aunque esta dinámica debe interpretarse como una muestra de fortaleza y competitividad de nuestra economía, el mayor grado de apertura actual también puede constituir una fuente de vulnerabilidad en una hipotética

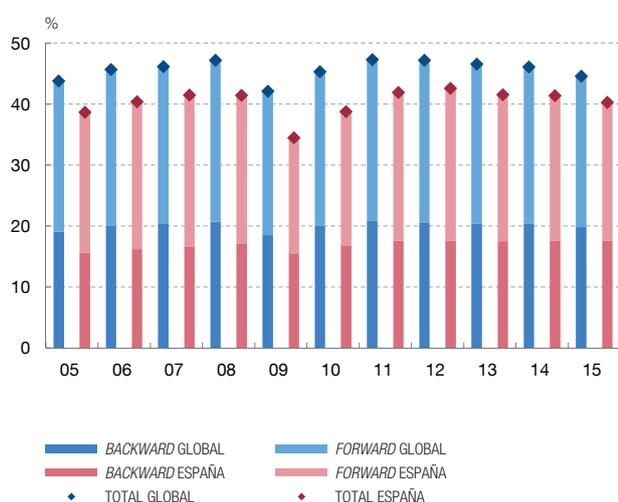
---

49 Véase Banco Mundial (2020).

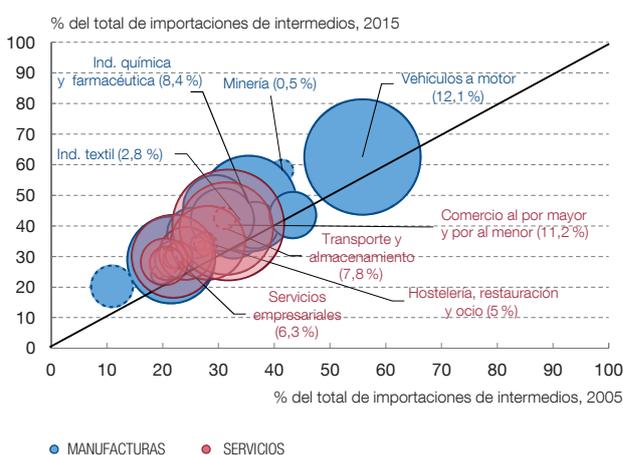
## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS CADENAS GLOBALES DE VALOR

La participación en las cadenas globales de valor (CGV) se mide como el porcentaje de valor añadido sobre el total de las exportaciones que cruza al menos dos fronteras internacionales. La participación *backward* captura el peso del valor añadido foráneo y la participación *forward* es el porcentaje de valor añadido interno que el importador directo incorporará, a su vez, en sus exportaciones. El panel 2 ilustra la evolución del porcentaje de los insumos importados por parte de un sector que son reexportados tras alguna transformación en la economía española. Se compara el año 2005 con el año 2015 y se observa un aumento generalizado en todas las ramas. El tamaño de la burbuja refleja el peso del sector sobre el total de las exportaciones de España.

1 PARTICIPACIÓN EN LAS CADENAS GLOBALES DE VALOR A ESCALA GLOBAL Y DE ESPAÑA



2 IMPORTACIONES DE INSUMOS INTERMEDIOS INCORPORADOS EN LAS EXPORTACIONES



FUENTES: OCDE, Trade in Value Added (TiVA) - diciembre de 2018.



coyuntura en la que se produjera una fuerte desaceleración del comercio internacional o un retroceso intenso de las CGV. El impacto de semejante escenario sería, probablemente, muy heterogéneo por sectores, en la medida en que hay grandes diferencias en cuanto a la vocación exportadora, a la participación en las CGV y al contenido importado de cada una de las ramas de la economía (véase gráfico 5.11). Entre los sectores más expuestos estaría el del automóvil, que supone un 12 % de las exportaciones españolas y es uno de los sectores más integrados en el comercio internacional. En cambio, dentro de las ramas de servicios, los servicios empresariales o el sector de la hostelería y restauración, que representan el 5 % y el 6 % respectivamente de las exportaciones, tienen una participación en las CGV relativamente más baja. En cualquier caso, estas últimas ramas serán muy sensibles a la mayor o menor recuperación que experimente la demanda mundial tras el Covid-19.

**La crisis del Covid-19 también podría alterar significativamente el proceso de digitalización en el que han estado inmersas la economía y la sociedad a escala mundial en los últimos años.** Es indudable que la conectividad entre hogares, AAPP y empresas a través de Internet ha sido una herramienta clave en los últimos meses para reducir el impacto de las medidas de contención de la pandemia

adoptadas en la mayoría de los países. Esto ha sido especialmente evidente en el ámbito laboral, donde se ha intensificado sensiblemente el recurso al teletrabajo, en el del comercio y el ocio, con la expansión de los canales *online*, y en el educativo, donde ha sido posible pasar de la docencia presencial a la virtual en un corto espacio de tiempo para millones de estudiantes que habían visto suspendida la asistencia a sus centros escolares y universitarios. Algunas de estas tendencias podrían revelarse como permanentes, e incluso acelerarse, en el medio plazo, especialmente aquellas que pueden llevar aparejadas mejoras en la productividad o ahorros de costes significativos.

**Existe potencial para una mayor implantación del teletrabajo en España, pero esta opción no será igualmente accesible para todos los colectivos de trabajadores.**

El grado de utilización del teletrabajo en nuestro país es todavía reducido en comparación con el que se observa en otras economías europeas. Así, mientras que, en 2018, un 13,5 % de los ocupados de entre 15 y 64 años trabajaba a distancia en la UE-28, esta ratio solo alcanzaba el 7,5 % en España. En este sentido, la evidencia analizada en el recuadro 5.3 apunta a que, cuando se tienen en cuenta las características intrínsecas de cada ocupación, aproximadamente un 30 % de los ocupados podría teletrabajar, al menos ocasionalmente. No obstante, esta evidencia también revela que los trabajadores con menor nivel educativo y los vinculados a actividades más elementales tendrían mayores dificultades para beneficiarse de esta forma de trabajar, aspecto que sería deseable que se tuviera en cuenta en el diseño e implementación de las políticas activas de empleo.

**El fomento de esta forma de trabajo exigirá, no obstante, potenciar sus aspectos positivos y tratar de mitigar sus posibles inconvenientes.**

Es fundamental tener en cuenta que la posibilidad de trabajar desde casa y su potencial impacto en la productividad dependen, entre otros aspectos, del tipo de trabajo, de la preparación de la empresa para permitir el desarrollo de esta actividad y de la capacidad del propio empleado para trabajar en remoto. En este sentido, algunos estudios ya han puesto de manifiesto que, si no se dan las condiciones adecuadas, la productividad del teletrabajo podría ser inferior a la del trabajo presencial<sup>50</sup>. Del mismo modo, el resultado de diferentes encuestas sugiere que, si bien los trabajadores en remoto suelen valorar positivamente el hecho de no incurrir en costes, tanto monetarios como de tiempo, en desplazamientos y la flexibilidad de poder trabajar en diferentes momentos del tiempo y en distintos lugares, esta modalidad de trabajo también podría tener algunos efectos adversos en términos de salud laboral<sup>51</sup>.

**Es previsible que el comercio electrónico siga adquiriendo relevancia en los próximos años, lo que podría tener implicaciones muy relevantes en múltiples dimensiones.**

Incluso antes del estallido de la crisis del Covid-19, esta actividad ya

---

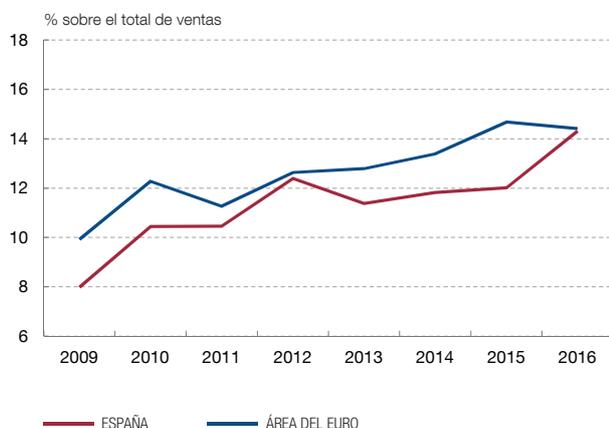
50 Véase Morikawa (2020).

51 Véase Tavares (2017).

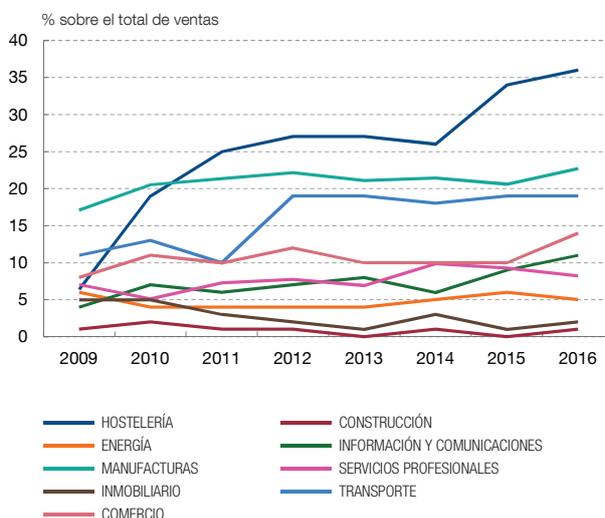
**EL COMERCIO DIGITAL EN ESPAÑA**

La cuota de ventas a través de plataformas digitales se situó alrededor del 14 % en el área del euro en 2016, último año para el que se dispone de datos. El comercio *online* ha aumentado más de 4 pp desde 2009. España ha seguido una tendencia más marcada desde ese año y alcanzó el mismo nivel que el promedio del área del euro en 2016, aunque con diferencias significativas en la evolución por actividades.

1 VENTAS ONLINE EN ESPAÑA Y EN EL ÁREA DEL EURO (a)



2 VENTAS ONLINE EN ESPAÑA, POR SECTORES DE ACTIVIDAD (a)



FUENTE: Banco de España, a partir de datos de Eurostat (2020).

a El valor que se representa se calcula utilizando una media ponderada (por ventas) de las empresas por región o por sector.



venía mostrando un crecimiento muy significativo. Así, según Eurostat, en el área del euro la cuota de ventas a través de plataformas digitales se situó en el entorno del 14 % en 2016, con un aumento de más de 4 pp desde 2009 (véase gráfico 5.12). España no ha sido ajena a esta tendencia y muestra una ratio de ventas digitales sobre el total similar a la del promedio de la UEM. De cara al futuro, después del avance que ha registrado el comercio electrónico en algunas parcelas durante el período de confinamiento, no sería descartable una aceleración de la senda de crecimiento que ha venido mostrando esta actividad en los últimos años. Este proceso podría entrañar cambios significativos, por ejemplo, en las dinámicas de competencia empresarial y en las de fijación de precios, aspectos ambos en los que la evidencia empírica aún no ofrece respuestas concluyentes.

**Es necesario evitar que este proceso de digitalización creciente de las transacciones comerciales, eminentemente global, pueda acabar situando a la economía española en una posición de desventaja competitiva.** Como en cualquier otro proceso de transformación, un mayor desarrollo del comercio electrónico en el futuro generará ganadores y perdedores. En el marco de una estrategia de crecimiento integral, resultará fundamental identificar de forma temprana estos perfiles y desarrollar actuaciones que minimicen eventuales efectos adversos sobre el conjunto del tejido productivo o sobre la demanda agregada. En principio, el

punto de partida de la economía española ante este eventual proceso de transformación no parece desfavorable, pues, entre otros aspectos, España disfruta de una de las mejores redes de Internet de alta velocidad de Europa, con una cobertura de un 91 % de banda ancha en el conjunto del país<sup>52</sup>. En sentido contrario, sin embargo, el elevado peso de las pymes en nuestra economía puede suponer un lastre a la hora de explotar las economías de escala que ofrece el comercio electrónico.

## 5.3 Los retos del sector financiero

**Las entidades bancarias españolas continuaron mejorando la calidad de su balance y su nivel de solvencia en 2019, pero la rentabilidad se redujo de forma significativa.** En efecto, la rentabilidad sobre recursos propios disminuyó en 2019 y se situó en el 7,1 %, por debajo del coste de capital estimado. La mayor parte de esta caída se debió a factores no recurrentes, como la reestructuración de plantillas en algunas entidades, reflejada en los gastos de explotación, y el deterioro de los fondos de comercio. En términos de solvencia, la ratio de capital de nivel 1 ordinario (CET1) del total de entidades de depósito se situó en el 12,6 % a finales de 2019, año en el que aumentó en 35 pb, fundamentalmente por la acumulación de reservas. En 2019, las principales entidades españolas mostraron, en promedio, una ratio de rentabilidad superior a la media de la UE, pero ocuparon la última posición en términos de la ratio CET1 (véase gráfico 5.13). Por su parte, el activo consolidado se incrementó un 3,4 % durante el ejercicio pasado, impulsado por la actividad en el extranjero, mientras que la tasa de mora consolidada mejoró ligeramente.

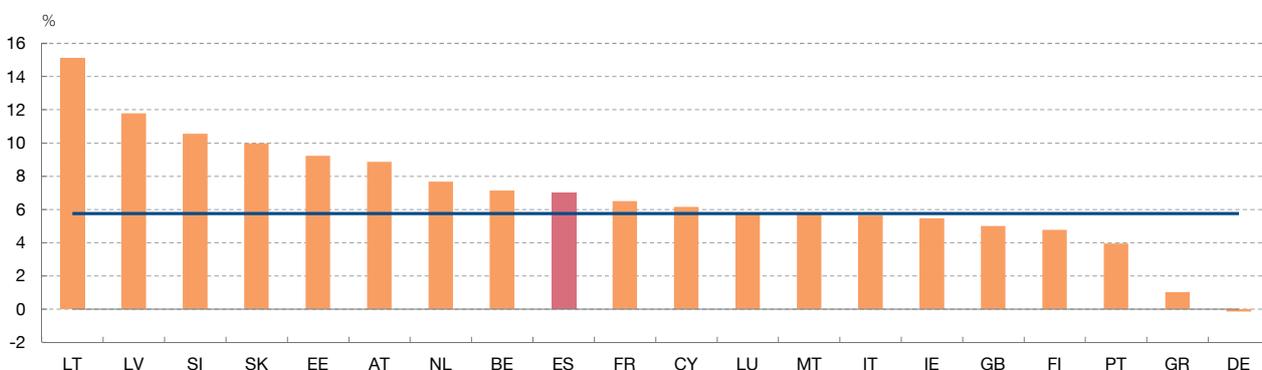
**Es previsible que el intenso impacto adverso de la crisis del Covid-19 sobre la actividad económica provoque, con algún desfase, un deterioro en la calidad de la cartera crediticia de las entidades financieras.** En 2019, la ratio de morosidad del sector privado residente continuó la tendencia descendente de los cinco últimos años y se situó en el 4,8 % (véase gráfico 5.14), mientras que el peso de las refinanciaciones y reestructuraciones sobre el total de crédito también bajó hasta el 5 %. La crisis del Covid-19 supondrá, previsiblemente, un cambio de tendencia en esta evolución (véase recuadro 5.4). La desaparición de empresas, la pérdida de empleo de muchos trabajadores y, en general, la caída de los ingresos de los acreditados llevarán a un deterioro de la capacidad de reembolso de los préstamos, aunque estos efectos podrían verse amortiguados por las medidas de apoyo del Gobierno a los colectivos (hogares y empresas) más afectados. En particular, las moratorias legislativas aprobadas por el Gobierno y las acordadas por las propias entidades de crédito supondrán, en su conjunto, un retraso en la percepción de la amortización de las cuotas acogidas a estos esquemas y, en el caso de las moratorias legislativas, también de los intereses. Sin embargo, en la medida en que cumplan

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

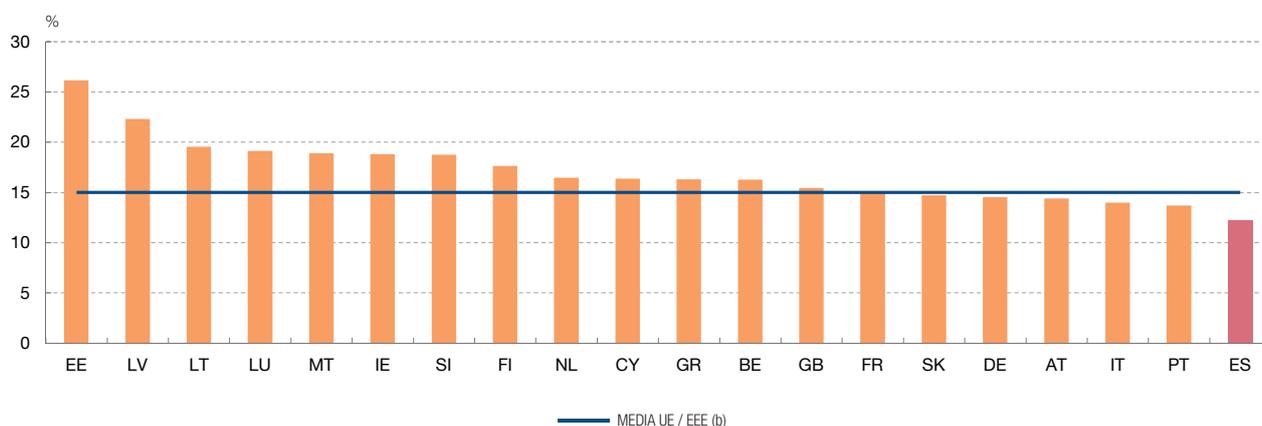
## LA SOLVENCIA Y LA RENTABILIDAD DE LAS ENTIDADES BANCARIAS ESPAÑOLAS

La posición relativa del sistema bancario español en 2019 en relación con el resto de los europeos era favorable en términos de rentabilidad y era superior a la media de la UE, mientras que ocupaba la última posición en términos de la ratio CET1.

1 RENTABILIDAD SOBRE EL PATRIMONIO NETO (a)



2 RATIO DE CET1 (a)



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

a Datos consolidados. Diciembre de 2019. Para cada país, los datos corresponden a la muestra de entidades de ese país incorporada en el *Risk Dashboard* de la Autoridad Bancaria Europea (ABE).

b Los datos de la ABE incluyen Islandia. EEE: Espacio Económico Europeo.



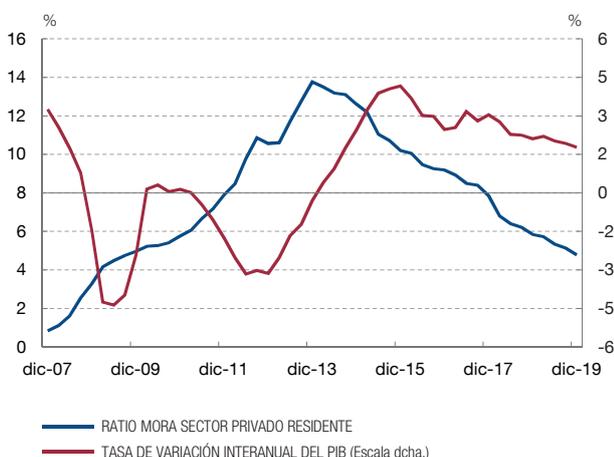
con las condiciones establecidas por la Autoridad Bancaria Europea en sus directrices<sup>53</sup>, los pagos pospuestos disfrutarán de un tratamiento prudencial específico que hace que no se clasifiquen automáticamente como impagados, reestructurados/refinanciados o como reestructuraciones forzosas, lo cual supondría una mayor dotación de provisiones por deterioro. En cualquier caso, cabe esperar que el flujo de entrada de nuevos activos dudosos se incremente y que la recuperación de créditos dudosos o la venta de activos problemáticos sean más complejas durante un tiempo.

53 Véase, Autoridad Bancaria Europea (2020).

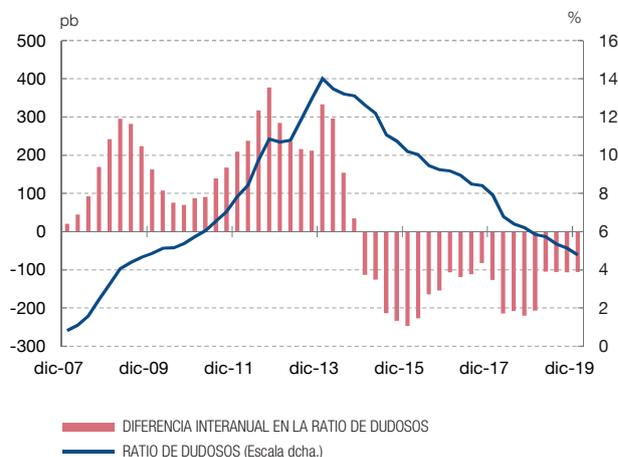
**RATIO DE MOROSIDAD Y CRECIMIENTO DEL PIB**

La ratio de morosidad tiene un comportamiento muy anticíclico en España. Durante la crisis financiera global que se inició en 2008, la ratio de mora sobre el crédito bancario aumentó hasta alcanzar un máximo de alrededor del 14 % a finales de 2013. En los cinco últimos años ha seguido una tendencia descendente, hasta situarse en el 4,8 % a finales de 2019. Cabe esperar que la ratio de morosidad se incremente en 2020.

1 RATIO DE MOROSIDAD Y CRECIMIENTO DEL PIB



2 RATIO DE MOROSIDAD. NIVELES Y VARIACIONES INTERANUALES



FUENTE: Banco de España.



**La materialización de pérdidas en la cartera crediticia supondrá una presión adicional a la baja sobre la rentabilidad del sector bancario.** Como se ha mencionado, antes del estallido de la crisis, la rentabilidad promedio del sistema bancario español se situaba por debajo del coste de capital, situación que también se observaba en los sistemas bancarios de la mayoría de los países europeos. Durante la crisis del Covid-19 se ha producido un repunte en el coste del capital asociado a la mayor aversión al riesgo de los inversores, a lo que previsiblemente se unirá un descenso de la rentabilidad, que llevará a que su diferencial con el coste del capital sea más negativo. El entorno de bajos tipos de interés —que probablemente se prolongará más de lo que se preveía antes de la crisis del Covid-19— dificultará la recuperación de la rentabilidad a través del aumento del margen de intermediación, aunque, por otra parte, ayudará a contener las pérdidas de la cartera crediticia a través de su efecto moderador sobre la carga de la deuda de los prestatarios. La mejora de la rentabilidad del sector requerirá, por tanto, esfuerzos para reducir los costes de explotación que podrían lograrse a través de aumentos de la eficiencia. Por todo ello, las autoridades supervisoras deberemos seguir ejerciendo una vigilancia estrecha a fin de evitar los riesgos para la estabilidad financiera derivados de esta crisis, y estar dispuestos para dar una respuesta contundente, a escala europea, en caso de que estos se materialicen.

**En el período transcurrido desde el inicio de la pandemia no se han percibido signos de endurecimiento generalizado de las condiciones de financiación de**

**las actividades productivas.** En efecto, la combinación de las medidas aprobadas por todas las autoridades y la propia actitud de las entidades están permitiendo que muchas empresas cuenten con la liquidez necesaria para afrontar la fase recesiva actual. Así, la información más reciente de los balances bancarios evidencia un fuerte aumento del nuevo crédito concedido a las empresas y a los autónomos durante los meses de marzo y abril. Sin embargo, como se apuntaba anteriormente, es probable que las pérdidas por deterioro de las exposiciones crediticias se materialicen con un cierto desfase, lo que supondrá una determinada erosión del nivel de capital de las entidades. Por tanto, es crucial que los colchones de capital que han construido las entidades puedan utilizarse y que estas no acometan un proceso de reducción de sus balances durante la crisis.

**Las entidades deben tener la certeza de que la reconstrucción de los colchones de capital se llevará a cabo de una forma muy gradual, una vez que la crisis se haya superado y que los mercados financieros hayan vuelto a una situación de relativa normalidad.** En estas condiciones, el coste del capital debería ser menor, lo que favorecería la posibilidad de captar recursos en los mercados. Esta reconstrucción de los niveles de solvencia también deberá incorporar alguna de las lecciones aprendidas durante esta crisis; entre ellas, la mayor importancia que deben tener los componentes cíclicos que sean liberables en situaciones de crisis macrofinanciera como la actual. En este sentido, conviene recordar que, antes del estallido de la pandemia de Covid-19, algunas de estas ratios para el sistema bancario español ya se situaban entre las más bajas del conjunto de sistemas bancarios de la UE. La evidencia empírica disponible muestra que, aunque la activación de las medidas macroprudenciales (como el aumento del colchón de capital anticíclico o de los límites de endeudamiento) puede reducir el crecimiento económico en la fase expansiva del ciclo, su desactivación o relajación durante las fases recesivas modera sustancialmente su alcance<sup>54</sup>. De esta forma, en términos netos, los beneficios de estas actuaciones parecen ser claramente superiores a sus costes.

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

---

54 Véanse Banco de España (2020) y Galán (2020), que utiliza la metodología *growth-at-risk* para medir los costes y beneficios, en el contexto europeo, de activar y relajar medidas macroprudenciales, como el colchón de capital anticíclico.

**A medio plazo, habrá que continuar vigilando que la previsible prolongación del entorno de bajos tipos de interés no se traduzca en una asunción excesiva de riesgos por parte de los intermediarios financieros.** Aunque el estallido de la crisis del Covid-19 ha traído consigo una búsqueda intensa de activos seguros y líquidos a escala global, con el paso del tiempo, y una vez que se disipe la aversión al riesgo, algunos inversores podrían volver a aumentar sus exposiciones a activos con riesgo. Si esta asunción de riesgos, necesaria para el buen funcionamiento de cualquier economía, llegara a ser excesiva, podría aumentar la vulnerabilidad de los sistemas financieros frente a perturbaciones adversas. Con el fin de frenar posibles dinámicas desestabilizadoras, las autoridades macroprudenciales deberán completar su gama de instrumentos disponibles, especialmente en el ámbito de los mercados y de los intermediarios no bancarios, que es donde los avances han sido más limitados hasta la fecha. En este sentido, conviene subrayar que, para mejorar la detección temprana de riesgos sistémicos y la coordinación de las distintas autoridades supervisoras en un contexto de elevadas interconexiones entre intermediarios financieros sujetos a distintos supervisores, en 2019 se creó la autoridad macroprudencial española (AMCESFI) y se dotó de herramientas macroprudenciales adicionales a los supervisores sectoriales.

**El sistema financiero español, como el del resto de las economías de nuestro entorno, también deberá afrontar en el medio plazo los retos asociados a la disrupción digital y al cambio climático.** Las grandes empresas tecnológicas (*bigtech*) con capacidad para obtener, almacenar y analizar inmensos volúmenes de información son actores que podrían potencialmente acceder a prestar sus servicios como intermediarios financieros, lo que puede alterar significativamente el modelo tradicional de negocio en este sector. Las entidades financieras existentes necesitarán invertir en nuevas tecnologías y métodos de tratamiento de la información para poder competir con estas empresas tecnológicas. Por otra parte, como ya se ha comentado en la sección 5.1.6, el sector financiero también deberá desempeñar un papel destacado en la transición hacia una economía más sostenible proporcionando el volumen de financiación requerida para facilitar la transición hacia una economía menos contaminante e incorporando factores climáticos y medioambientales a sus análisis de riesgos.

**A más largo plazo, el sector financiero también tendrá que afrontar los retos asociados al envejecimiento de la población, que tiene implicaciones importantes en términos de la demanda de servicios financieros de los hogares.** Por un lado, el envejecimiento tenderá a deprimir la demanda de crédito, en la medida en que las mayores necesidades de financiación de los hogares se concentran en los tramos medios de su ciclo vital. Por otro, estos desarrollos generarán una demanda creciente de nuevos productos de ahorro a largo plazo, así como de otros que doten de mayor liquidez a la riqueza acumulada durante la vida laboral para sostener los gastos corrientes en fases posteriores<sup>55</sup>.

---

55 Véase Banco de España (2019c).

## 5.4 El papel de Europa: desafíos y respuestas

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

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

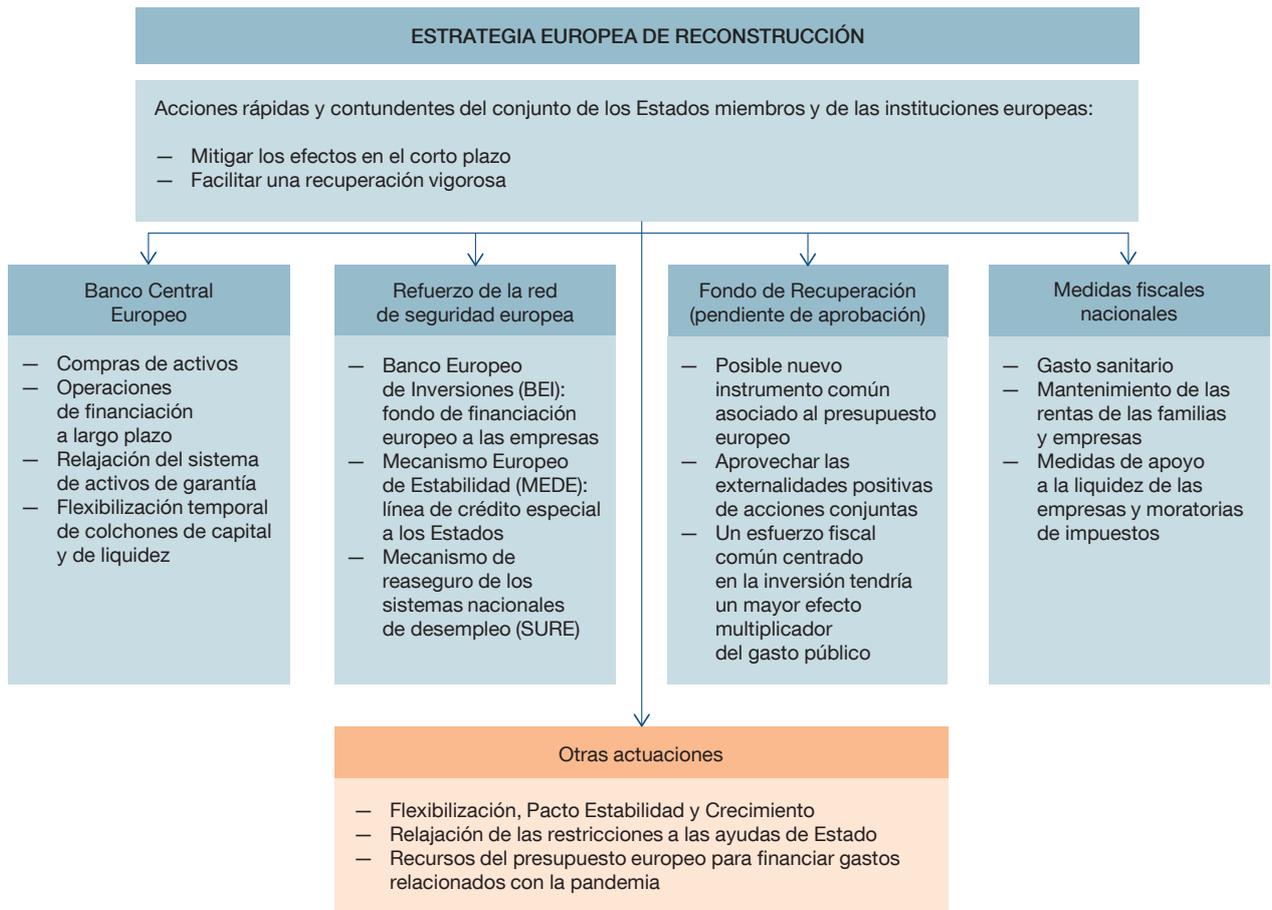
**Las medidas aprobadas por el Consejo de la UE para proporcionar liquidez a los países, como el SURE y la línea de crédito del MEDE, y para apoyar la financiación empresarial a través del BEI, suponen un avance importante, si bien presentan ciertas limitaciones en términos de su potencia y alcance.** Estas medidas constituyen un refuerzo útil de la red de seguridad europea de última instancia, pero ni por su volumen ni por su naturaleza configuran una base idónea para articular una respuesta fiscal común de amplio alcance. En conjunto, los tres instrumentos anteriores supondrán una movilización máxima de recursos de unos 540 mm de euros, lo que supone una proporción relativamente limitada de las necesidades de financiación a las que se enfrentará el conjunto de los Estados miembros de la UE como consecuencia de las medidas de política fiscal aplicadas para contrarrestar los efectos de la pandemia. Para los dos próximos años, se estima que estas necesidades alcanzarán los 1.700 mm de euros<sup>56</sup>.

**La propuesta de la Comisión Europea de crear un fondo de recuperación (*Next Generation EU*) de carácter temporal permitiría equilibrar, en parte, las potenciales divergencias financieras y reales entre los socios europeos.** Este fondo podría aprovechar las externalidades positivas derivadas de la acción conjunta

---

<sup>56</sup> Esta estimación de las necesidades de financiación hace referencia a la suma del déficit cíclico y discrecional de los Estados miembros, sin incluir, por ejemplo, las posibles pérdidas de los programas de avales públicos.

**RESPUESTA EUROPEA A LA CRISIS SANITARIA DEL COVID-19**



FUENTE: Banco de España.

y servir para articular una salida de la crisis coordinada, basada en instrumentos presupuestarios comunes (véase esquema 5.2). La financiación del fondo a través de deuda comunitaria se beneficiaría del entorno favorable de tipos de interés bajos y evitaría que esta nueva deuda sea asumida por los Estados miembros de forma individual, en condiciones que, en algunos casos, serían previsiblemente más desfavorables que las que cabe esperar que se apliquen a este instrumento mancomunado.

**En el medio y largo plazo, un esfuerzo fiscal común centrado en la inversión, como el propuesto por la Comisión Europea, facilitaría una recuperación vigorosa y aumentaría la capacidad de crecimiento potencial del conjunto de la UE.** El recuadro 5.2 analiza los efectos macroeconómicos de un impulso fiscal a escala europea basado en la inversión y el gasto productivo. En el contexto actual, existen argumentos para esperar que la Unión Europea en su conjunto pueda beneficiarse de un mayor multiplicador del gasto público como resultado de la complementariedad de determinadas partidas de este gasto con la inversión

privada, de un entorno de tipos de interés bajos y de los efectos cruzados (*spillovers*) positivos entre países<sup>57</sup>. Por otra parte, el aumento de la inversión pública en algunas partidas —como la investigación, el avance en la digitalización o la lucha contra el cambio climático— contribuiría a mejorar las perspectivas de crecimiento sostenible en el largo plazo. Estas son áreas donde la UE debe hacer valer su magnitud, capacidad económica y compromiso social para evitar un mayor ensanchamiento de la brecha que se ha abierto en los últimos años en relación con el posicionamiento global de las otras dos grandes potencias económicas (Estados Unidos y China).

**El hecho de que la propuesta actual de la CE para el fondo de recuperación esté centrada en objetivos de medio y largo plazo implica, no obstante, que continúa existiendo una necesidad importante de financiación del esfuerzo presupuestario de los Estados miembros en su lucha contra los efectos de la pandemia.** Para cubrir esta brecha, sería conveniente que el fondo tuviese un mayor tamaño y una capacidad de actuación más ágil, sin los retardos inherentes a la propuesta, aprobación y puesta en marcha de proyectos concretos de inversión pública. Por otro lado, dada la heterogeneidad entre países señalada anteriormente en la incidencia de la crisis, convendría disponer de mecanismos en el ámbito de la política fiscal, a escala comunitaria, cuyo objetivo principal sea servir de línea de defensa ante eventuales episodios de fragmentación, tanto en el plano financiero como en el relativo al funcionamiento competitivo del Mercado Único, en la UE<sup>58</sup>. En el medio plazo, la Unión debería dotarse de un marco institucional adecuado para hacer frente al efecto asimétrico de las perturbaciones económicas —por ejemplo, mediante la puesta en marcha de una capacidad de estabilización macroeconómica del presupuesto común, mediante una función de estabilización cíclica o mediante un seguro de desempleo paneuropeo—, lo que incidiría en una mayor compartición de riesgos en el ámbito presupuestario y mejoraría la capacidad de resistencia ante perturbaciones negativas<sup>59</sup>.

**La creación, en una escala suficientemente elevada, de un activo seguro común y mutualizado proporcionaría beneficios al conjunto de la UE.** Junto con el ahorro en los costes financieros derivado de la utilización de la capacidad conjunta del presupuesto comunitario para captar recursos financieros<sup>60</sup>, la creación de una cantidad suficiente de activos seguros comunes reduciría el vínculo soberano-bancario y mejoraría la integración financiera dentro de la Unión. Esto permitiría que la financiación mediante deuda comunitaria, en lugar de deuda nacional, fuera un «juego de suma positiva», complementando la labor de los canales

---

57 Véase Arce *et al.* (2016).

58 Véase Arce *et al.* (2020).

59 Véase Banco de España (2017).

60 Actualmente, la Unión Europea solo se endeuda mediante instrumentos que están directamente vinculados a un préstamo a un Estado (de dentro o fuera de la UE). En total, la deuda emitida por la UE asciende a unos 51 mm de euros, de los que la mayor parte corresponde a préstamos vinculados a los instrumentos creados durante la crisis del euro entre 2010 y 2012, que fueron el origen del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE).

privados de aseguramiento mutuo —tales como el acceso al crédito bancario o la obtención de rentas provenientes del exterior— y reduciendo el riesgo de que estos canales se comportasen de forma procíclica, al disponer de una referencia segura común a todos los países. En un contexto en que los activos seguros denominados en euros son relativamente escasos, la disponibilidad de este nuevo activo seguro también proporcionaría incentivos a la inversión internacional y contribuiría a reforzar el papel internacional del euro<sup>61</sup>.

**En cualquier caso, esta crisis ha demostrado que para la profundización de la UE es imprescindible que los sistemas supranacionales tengan un mayor peso y que el presupuesto de la UE se refuerce.** Como los retos de futuro de las economías europeas son necesariamente comunes, sería recomendable que se financiaran, al menos en parte, de forma compartida. En este sentido, en la expansión de los recursos de la Unión sería necesario que las figuras impositivas establecidas a escala europea tuvieran un mayor peso. Existen varias alternativas, como, por ejemplo, eventuales impuestos sobre algunos aspectos ligados a la importancia creciente de la economía digital o sobre las actividades más contaminantes, para facilitar la descarbonización de la economía. El hecho de que la base impositiva de estos potenciales impuestos pueda desplazarse entre países ya justificaría, en sí mismo, un alto grado de coordinación, como mínimo, a escala europea.

**Un mayor peso de la Unión Europea en la política fiscal tiene beneficios para el conjunto de los Estados miembros, pero también debe conllevar más responsabilidad fiscal a escala nacional.** La emisión de nuevos bonos a escala europea no implica que la UE tenga que responder por la deuda de los Estados miembros contraída en el pasado, que debe seguir siendo una responsabilidad nacional. En todo caso, para aumentar la mutualización de los recursos fiscales es preciso actualizar y reforzar el marco de incentivos de los países, de forma que el uso de estos recursos de garantía común esté vinculado a un mayor compromiso con la estabilidad macroeconómica y fiscal, y a las reformas dirigidas a mejorar la capacidad de crecimiento sostenible de las economías nacionales<sup>62</sup>.

**Las nuevas prioridades deben complementar, y no sustituir, a las tareas pendientes de refuerzo de la gobernanza europea, para lo que es crucial, entre otras reformas, completar la Unión Bancaria con la creación de un seguro de depósitos común.** Un seguro de depósitos plenamente mutualizado contribuiría de forma fundamental a generar confianza en el sistema bancario europeo, en un momento en el que se necesita que este provea de suficiente liquidez al tejido económico europeo. Sin embargo, en los últimos años no ha habido avances

---

61 Véanse, entre otros, Brunnermeier *et al.* (2017), Farhi y Werning (2017), Hernández de Cos (2019) e Iltzeski *et al.* (2020).

62 Véanse, entre otros, Beetsma y Bovenberg (2001) y Arce *et al.* (2020).

en este ámbito y tampoco en la armonización regulatoria necesaria para completar la Unión Bancaria<sup>63</sup>. La persistencia de estas barreras ayuda a explicar, a su vez, la presencia estructural de un sesgo en la operativa bancaria hacia los mercados nacionales y la escasez de procesos de consolidación transfronterizos de entidades.

**También debería avanzarse en la reducción de los obstáculos, de diversa índole, que impiden que exista una verdadera Unión de los Mercados de Capitales en la UE.** Alcanzar dicho objetivo requiere, en primer lugar, un compromiso político claro y firme de las autoridades nacionales con este proyecto común. En segundo lugar, se requiere un plan detallado y riguroso de las actuaciones que es necesario implementar. Precisamente con este objetivo, la Comisión Europea formó un grupo de expertos internacionales a finales de 2019, el *High Level Forum on Capital Markets Union*<sup>64</sup>. El informe final de este grupo, publicado el 10 de junio, debería servir de punto de partida para progresar de forma decidida en la integración de los mercados de capitales europeos. En particular, este informe presenta, de forma relativamente granular y con un calendario temporal detallado, 17 grupos de medidas estrechamente relacionadas que deberían abordarse sin demora para eliminar los principales obstáculos que, en las últimas décadas, han impedido a las entidades financieras europeas aumentar la escala de sus operaciones (especialmente, en el ámbito transfronterizo), han reducido el atractivo de los mercados europeos para los inversores internacionales y han limitado la capacidad de competir globalmente a las entidades financieras de la región.

**En el terreno de la coordinación de las políticas fiscales, la Comisión Europea había comenzado, antes del estallido de la crisis sanitaria, un proceso de reforma para simplificar las reglas fiscales y mejorar su cumplimiento.** Esta reforma puede resultar clave cuando se supere la coyuntura actual, en la que este sistema de reglas se ha flexibilizado para evitar que su acción genere un sesgo procíclico en la política fiscal nacional. En particular, es fundamental que, una vez superada la crisis, las reglas fiscales permitan que el necesario saneamiento de las finanzas públicas nacionales pueda desarrollarse sin poner en riesgo la senda de recuperación de la actividad. Asimismo, el proceso de reforma en marcha debería servir al propósito, señalado anteriormente, de actualizar y reforzar el marco de incentivos de las autoridades nacionales de cara al cumplimiento de las reglas comunes.

---

63 Véase Lane (2019).

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

## BIBLIOGRAFÍA

- Adams-Prassl, A., T. Boneva, M. Goli y C. Rauh (2020). «Inequality in the impact of the coronavirus shock: Evidence from real time surveys (2020)», Mimeo, University of Cambridge.
- Adsera, A. (2006). «An Economic Analysis of the Gap Between Desired and Actual Fertility: The case of Spain», *Review of Economics of the Household*, vol. 4, pp. 75–95.
- Albert, C., C. García-Serrano y V. Hernanz (2005). «Firm-provided training and temporary contracts», *Spanish Economic Review*, 7, pp. 67-88.
- Almunia, M., y D. López-Rodríguez (2018). «Under the Radar: The effects of monitoring firms on tax compliance», *American Economic Journal: Economic Policy*, 10, pp 1-38.
- Álvarez, L., y M. García-Posada (2019). *Modelling regional housing prices in Spain*, Documentos de Trabajo, n.º 1941, Banco de España.
- Andrés, J., Ó. Arce, D. Thaler y C. Thomas (2020). «When fiscal consolidation meets private deleveraging», *Review of Economic Dynamics*, vol. 37, julio, pp. 214-233.
- Anghel, B., V. Regil y A. Lacuesta (2020). «Transferibilidad de habilidades de los trabajadores en los sectores potencialmente afectados tras el Covid-19», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020, Banco de España.
- Anghel, B., y A. Lacuesta (2020). «Envejecimiento, productividad y situación laboral», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2020, Banco de España.
- Arce, Ó., I. Kataryniuk, P. Marín y J. J. Pérez (2020). *Reflexiones sobre el diseño de un Fondo de Recuperación europeo*, Documentos Ocasionales, n.º 2014, Banco de España.
- Arce, Ó. (2019). *Envejecimiento y pensiones*, Jornadas sobre Previsión Social organizada por Ernst & Young, diciembre.
- Arce, Ó., S. Hurtado y C. Thomas (2016), «Policy Spillovers and Synergies in a Monetary Union», *International Journal of Central Banking*, vol. 12, n.º 3, pp. 219-277.
- Autoridad Bancaria Europea (2020). *EBA publishes Guidelines on treatment of public and private moratoria in light of COVID-19 measures*, abril.
- Banco de España (2020). «Análisis coste-beneficio de la política macroprudencial», recuadro 3.2, *Informe de Estabilidad Financiera*, primavera.
- (2019a). *Informe Anual 2018*.
- (2019b). «El sistema financiero ante el cambio climático», recuadro 3.1, *Informe de Estabilidad Financiera*, otoño.
- (2019c). «Consecuencias económicas de los cambios demográficos», capítulo 4, *Informe Anual 2018*.
- (2017). «La política fiscal en la UEM», capítulo 4, *Informe Anual 2016*.
- (2015). «Crecimiento y reasignación de recursos de la economía española», capítulo 3, *Informe Anual 2014*.
- Banco Mundial (2020). «Trading for Development in the Age of Global Value Chains», *World Development Report*.
- Banerjee, A. V., y E. Duflo (2003), «Inequality and growth: What can the data say?», *Journal of Economic Growth*, 8, pp. 267-299.
- Becker, S., N. Bloom, S. Davis y S. Terry (2020). «COVID-induced economic uncertainty and its consequences», Vox CEPR Policy Portal.
- Beetsma, R. M., y A. L. Bovenberg (2001). «The optimality of a monetary union without a fiscal union», *Journal of Money, Credit and Banking*, 33(2), pp. 179-204.
- Bentolila, S., A. Cabrales y M. Jansen (2019). «Does Dual Vocational Education Pay Off?», mimeo.
- Bonhomme, S., y L. Hospido (2017). «The cycle of earning inequality: Evidence from Spanish social security data», *Economic Journal*, 127, pp. 1244-1278.
- Brunnermeier, M. K., S. Langfield, M. Pagano, R. Reis, S. van Nieuwerburgh y D. Vayanos (2017). «ESBies: Safety in the tranches», *Economic Policy*, 32(90), pp. 175-219.

- Comisión Europea (2019). «Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions», *The European Green Deal*, COM(2019) 640 final.
- (2018a). *The 2018 Ageing Report. Economics & Budgetary Projections for the 28 EU Member States (2016-2070)*, Institutional Paper 079, mayo.
  - (2018b). *The Silver Economy Study*, informe elaborado por Technopolis y Oxford Economics para la Directorate-General of Communications Networks, Content & Technology de la Comisión Europea.
  - (2017). «Government investment in the EU: the role of institutional factors», *Report on Public Finances in EMU 2017*, pp. 133-186.
  - (2016). *Opinión pública en la Unión Europea. España*, Informe nacional, *Eurobarómetro Standard 86*.
- Cuadrado, P., E. Moral-Benito e I. Solera (2020). *A sectoral anatomy of the Spanish productivity puzzle*, Documentos Ocasionales, n.º 2006, Banco de España.
- De Quinto, A., L. Hospido y C. Sanz (2020). *The Child Penalty in Spain*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.
- Dechezlepretre, A., y D. Popp (2015). *Fiscal y Regulatory Instruments for Clean Technology Development in the European Union*, Working Paper Series, n.º 5361, CESifo.
- Delgado, M. (2019). «Transición energética y estabilidad financiera. Implicaciones para las entidades de depósito españolas», *Revista de Estabilidad Financiera*, noviembre, Banco de España.
- Farhi, E., e I. Werning (2017). «Fiscal unions», *American Economic Review*, 107(12), pp. 3788-3834.
- Farré, L., Y. Fawaz, L. González y J. Graves (2020). «Desigualdad de género en tiempos de la pandemia por COVID19, manuscrito, Universitat de Barcelona.
- Fournier, J. (2016). *The positive effect of public investment on potential Growth*, Working Papers, n.º 1347, OECD Economics Department, París.
- Galán, J. E. (2020). *The benefits are at the tail: uncovering the impact of macroprudential policy on growth-at-risk*, Documentos de Trabajo, n.º 2007, Banco de España.
- García-Perez, J. I., I. Marinescu y J. Vall-Castelló (2019). «Can fixed-term contracts put low skilled youth on a better career path? Evidence from Spain», *Economic Journal*, 129, pp. 1693-1730.
- Garicano, L., C. Lelarge y J. van Reenen (2016). «Firm size distortions and the Productivity distribution: Evidence from France», *American Economic Review*, 106, pp. 3439-3479.
- Gutiérrez-Doménech (2008). «The impact of the labour market on the timing of marriage and births in Spain», *Journal of Population Economics*, 21, pp. 83-110.
- Hernández de Cos, P. (2019). «Veinte años de la UEM: de la divergencia a la resiliencia», discurso de apertura en la Tercera Conferencia de Investigación del Banco de España.
- Hudomiet, P., M. D. Hurd, A. Parker y S. Rohwedder (2019). *The effects of job characteristics on retirement*, Working Paper 26332, NBER.
- Ilzetzki, E., C. M. Reinhart y K. S. Rogoff (2020). «Why is the Euro punching below it's weight?», *Economic Policy*, de próxima publicación.
- Instituto Nacional de Estadística (2020). «El teletrabajo en España y la UE antes del Covid-19», *Cifras*, *Boletín Informativo*, 02/2020.
- Keane, M., y K. Wolpin (1997). «The career decisions of young men», *Journal of Political Economy*, 105(3), pp. 473-522, The University of Chicago.
- Lane, P. (2019). «Macrofinancial Stability and the Euro», *IMF Economic Review*, 67(3), pp. 424-442, Fondo Monetario Internacional.
- Lázaro-Touza, L., C. González y G. Escribano (2019). «Los españoles ante el cambio climático. Apoyo ciudadano a los elementos, instrumentos y procesos de una Ley de Cambio Climático y Transición Energética», Real Instituto Elcano, julio.
- López-Rodríguez, D., y M. Ll. Matea (2020). *La intervención pública en el mercado del alquiler de vivienda: una revisión de la experiencia internacional*, Documentos Ocasionales, n.º 2002, Banco de España.
- (2019). «Evolución reciente del mercado de alquiler de vivienda en España», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 3/2019, Banco de España.

- López-Rodríguez, D., y C. García-Ciría (2018). *Estructura impositiva de España en el contexto de la Unión Europea*, Documentos Ocasionales, n.º 1810, Banco de España.
- Morikawa, M. (2020). *COVID-19, teleworking and productivity*, VOX CEPR Policy Portal.
- OCDE (2019a). *Education Policy Outlook: Spain*, OECD Publishing, París.
- (2019b): *Pensions at a Glance 2019: OECD and G20 Indicators*, OECD Publishing, París.
- (2017). *OECD Economic Surveys: Spain*, OECD Publishing, París.
- Pérez, F., y J. Aldás (2019). *Indicadores sintéticos de las universidades españolas*, Fundación BBVA e IVIE.
- Puente, S., y A. Regil (2020). «Tendencias laborales intergeneracionales en España en las últimas décadas», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020, Banco de España.
- Ramos, R. (2019). «Los retos del envejecimiento para los ingresos públicos: la composición de las bases», *Revista Actuarios*, n.º 44, primavera, pp. 36-39.
- Tavares, A. I. (2017). «Telework and health effects review», *International Journal of Healthcare*, vol. 3, n.º 2.

**ESCENARIOS ALTERNATIVOS DE DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA EN EL MEDIO Y LARGO PLAZO**

La crisis económica desencadenada por el Covid-19 ha precisado de una respuesta fiscal contundente, tanto en España como en el resto de los países afectados (véanse epígrafes 3.4 y 4.3 de este Informe). Este estímulo presupuestario, necesario en el corto plazo para limitar la magnitud y la duración de los efectos adversos de la pandemia y para favorecer la recuperación posterior, está provocando un aumento muy notable del endeudamiento de las AAPP (véase epígrafe 4.4.3), que requerirá la aplicación de una estrategia amplia de consolidación fiscal a medio plazo, una vez que se supere la actual fase recesiva.

En este recuadro se analiza la senda que podría seguir la ratio de deuda pública sobre el PIB en España a lo largo de la próxima década, a partir de distintos supuestos sobre el comportamiento de las principales variables que determinan su evolución. Las dos aproximaciones utilizadas para analizar la trayectoria de la deuda en función de sus determinantes parten, respectivamente, de un modelo estándar de carácter determinístico y de un modelo estocástico.

El modelo estándar contiene tres ecuaciones que describen la evolución del PIB real, la inflación y los tipos de interés<sup>1</sup>. En concreto, se asume que la tasa de crecimiento del PIB real depende del grado de holgura de la economía —medido por la brecha de producción— y de la variación de los tipos de interés. Por su parte, la tasa de inflación en cada período se estima sobre la base de la brecha de producción y de las expectativas de inflación futura, que, a su vez, vienen determinadas por una combinación del objetivo de inflación de medio plazo del BCE y del comportamiento más reciente de los precios. Por último, los tipos de interés a los que se financian las AAPP dependen de la estructura de plazos de la deuda pública y son sensibles a los potenciales efectos adversos sobre las condiciones de acceso a la financiación que se podrían derivar del mantenimiento de un *stock* de deuda o de un nivel de déficit excesivos (véase el recuadro 3.4 de este Informe para un análisis de la interacción entre estas variables).

Los gráficos 1 y 2 muestran las sendas que describiría la deuda pública en España a lo largo de la próxima década según este modelo bajo distintos conjuntos de supuestos.

En concreto, las sendas descritas difieren entre sí en una doble dimensión: la evolución de las variables macroeconómicas y fiscales hasta 2021 y las políticas económicas (fiscal y estructurales) aplicadas a partir de 2022. Por lo que respecta a la primera de estas dos dimensiones, se supone que la trayectoria del PIB, la inflación, los tipos de interés, y el déficit y la deuda públicos en los años 2020 y 2021 se corresponden alternativamente con las de los escenarios de recuperación temprana y gradual que el Banco de España ha construido en sus proyecciones más recientes, de junio de 2020<sup>2</sup>. En cuanto a la segunda dimensión, los supuestos alternativos acerca de la política fiscal más allá de 2021 son, o bien que el saldo estructural se mantenga en el nivel de ese año, o bien que aumente anualmente en 0,5 pp hasta alcanzar el equilibrio. Adicionalmente, se considera la posibilidad de que se introduzcan reformas estructurales que eleven el crecimiento potencial.

La construcción de las sendas de deuda pública recogidas en los gráficos 1 y 2 se completa con la evolución endógena de las distintas variables (PIB real, inflación, tipos de interés, déficit público) obtenida en el contexto del modelo descrito anteriormente. En particular, el gráfico 1 muestra cómo se comportaría la ratio de deuda pública sobre el PIB en los escenarios de recuperación temprana y gradual, asumiendo, en ambos casos, que la política fiscal tiene un carácter neutral a partir de 2022 (esto es, que el déficit estructural no varía). Como se puede apreciar en el gráfico, en ambos escenarios se produciría un aumento gradual de la ratio de deuda pública a lo largo de la década, hasta situarse, en 2030, en torno al 115 % y al 125 % del PIB en uno y otro caso. Este incremento del endeudamiento durante el periodo considerado se debe a que el crecimiento del PIB nominal no es lo suficientemente alto como para compensar el elevado déficit primario que se registra año tras año. Asimismo, el aumento de la deuda es superior en el escenario de recuperación gradual porque el déficit primario es mayor en el año 2022, lo que se traslada al futuro, mientras que el crecimiento nominal a partir de entonces es relativamente similar al del escenario de recuperación temprana. De forma análoga, si se materializara un escenario macroeconómico más adverso que los anteriores, como el escenario de riesgo de una

1 Véase Hernández de Cos, López-Rodríguez y Pérez (2018), *Los retos del desapalancamiento público*, Documentos Ocasionales, n.º 1803, Banco de España.

2 Véanse el epígrafe 4.4.3 y Banco de España (2020), *Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2020-2022): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de junio de 2020*.

**ESCENARIOS ALTERNATIVOS DE DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA EN EL MEDIO Y LARGO PLAZO (cont.)**

recuperación muy lenta considerado también en el ejercicio de proyecciones más reciente, la ratio de deuda alcanzaría niveles significativamente más elevados, debido fundamentalmente al mayor deterioro de las cuentas públicas en el corto plazo.

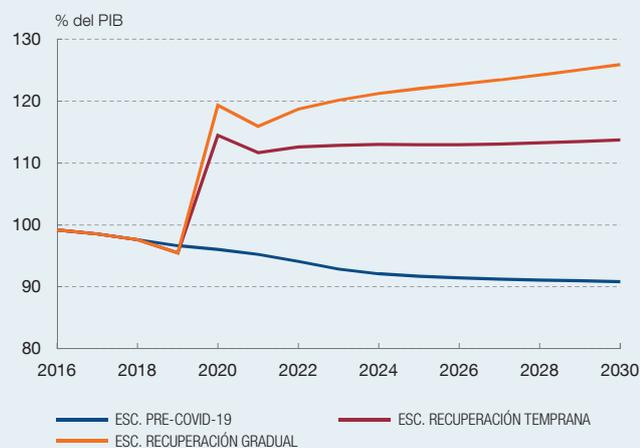
Por su parte, el gráfico 2, tomando como ejemplo el escenario de la recuperación gradual hasta 2021, ilustra la sensibilidad de la senda de deuda ante distintas

estrategias de política económica a partir de 2022, por lo que respecta a la puesta en marcha tanto de un programa de consolidación fiscal como de posibles reformas estructurales que eleven la capacidad de crecimiento de la economía.

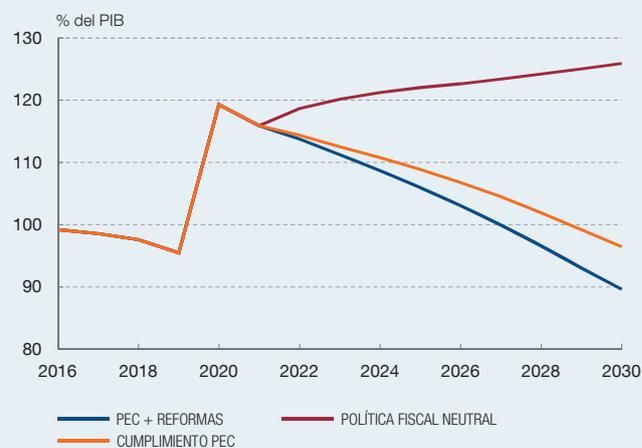
La línea roja en este gráfico representa una política fiscal neutral a partir de 2022 y se corresponde con la presentada para el escenario de recuperación gradual en el gráfico 1.

La política fiscal ha de desempeñar un papel activo en la reducción de la ratio de deuda pública como consecuencia de la crisis económica. Un esfuerzo estructural en línea con los requerimientos del PEC reduciría la deuda pública por debajo del 100 % del PIB antes de 2030. La adopción de medidas estructurales que aumenten el producto potencial mejoraría sustancialmente la sostenibilidad de la deuda pública.

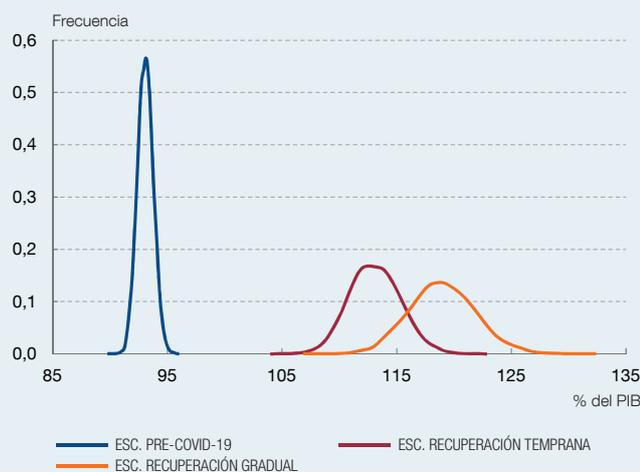
**Gráfico 1**  
SENDAS SIMULADAS DE LA DEUDA PÚBLICA CON UN ESFUERZO FISCAL NEUTRAL



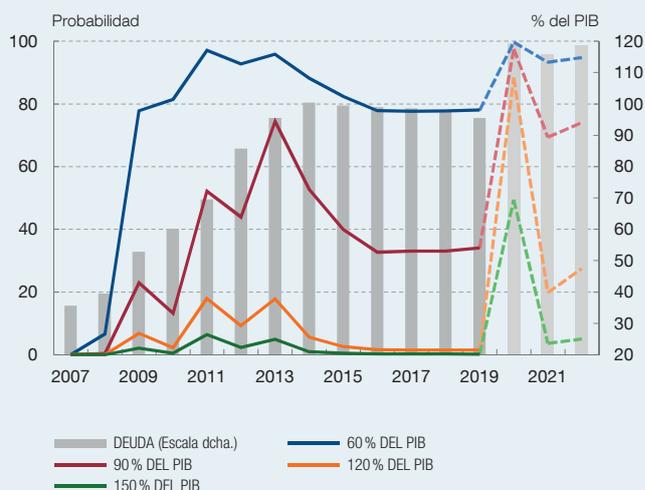
**Gráfico 2**  
SENDAS SIMULADAS DE LA DEUDA PÚBLICA EN EL ESCENARIO DE RECUPERACIÓN GRADUAL BAJO SUPUESTOS ALTERNATIVOS DE ESFUERZO FISCAL



**Gráfico 3**  
DISTRIBUCIÓN DE LAS SIMULACIONES DE DEUDA PÚBLICA A UN TRIMESTRE VISTA (PREVISIONES PARA I TR 2020-IV TR 2022)



**Gráfico 4**  
PROBABILIDAD DE QUE LA RATIO DE DEUDA SUPERE UN UMBRAL AL CABO DE 10 AÑOS A PARTIR DE UNA FECHA DADA (PREVISIONES DEL ESCENARIO DE RECUPERACIÓN GRADUAL PARA I TR 2020-IV TR 2022)



**FUENTE:** Banco de España, con datos del Instituto Nacional de Estadística y de la Intervención General de la Administración del Estado.

**ESCENARIOS ALTERNATIVOS DE DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA EN EL MEDIO Y LARGO PLAZO (cont.)**

La línea amarilla, en cambio, muestra la evolución de la ratio de deuda pública sobre el PIB cuando la política fiscal, en lugar de ser neutral a partir de 2022, realiza un esfuerzo de reducción del déficit compatible con los requerimientos habituales del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). En particular, se asume una política fiscal que permite que el saldo estructural primario aumente en 0,5 pp del PIB por año hasta alcanzar el equilibrio. Gracias a esta consolidación presupuestaria, la dinámica de la deuda pública muestra una tendencia clara de moderación sostenida, hasta retornar en 2030 a un nivel similar al registrado a finales de 2019, antes del estallido de la crisis sanitaria. Si esta misma política fiscal se combinara, además, con la implementación de reformas estructurales ambiciosas que aumentarían el potencial de crecimiento de la economía (en 0,5 pp en 2030, hasta el 1,7 %) y, por tanto, el tamaño de las principales bases impositivas, el mayor dinamismo económico resultante permitiría una reducción mayor de la ratio de deuda, hasta niveles inferiores al 90 % del PIB a finales de 2030 (línea azul)<sup>3</sup>.

Al considerar distintos escenarios potencialmente factibles, las sendas de deuda pública recogidas en los gráficos 1 y 2 permiten ilustrar, en una primera aproximación, la elevada incertidumbre existente sobre el comportamiento futuro de esa variable, en función de la evolución de sus principales determinantes. Para cuantificar de forma más explícita el efecto de dicha incertidumbre, se ha realizado un segundo conjunto de ejercicios basados en un modelo estocástico. Este modelo utiliza las relaciones empíricas entre los principales determinantes de la ratio de deuda pública para generar un amplio número de sendas alternativas para esta variable, que, *a priori*, son estadísticamente factibles<sup>4</sup>. La simulación de estas sendas descansa, por tanto, sobre el supuesto de que las acciones discrecionales de política fiscal se rigen por su comportamiento histórico, haciendo abstracción de hipotéticos cambios en la función de reacción de la política fiscal. A partir de las sendas obtenidas, es posible calcular, en una etapa posterior, distribuciones de probabilidad acerca del posible comportamiento futuro de la deuda pública.

A modo de ilustración, el gráfico 3 muestra cuál sería la distribución de probabilidad para la ratio de deuda pública sobre el PIB en el primer trimestre de 2023 bajo tres escenarios macroeconómicos distintos: el contemplado por el Banco de España a finales de 2019<sup>5</sup>, antes del estallido de la crisis sanitaria, y los escenarios de recuperación temprana y recuperación gradual planteados en las proyecciones de junio de 2020. El cambio observado en la distribución de probabilidad de la ratio de deuda pública pone de manifiesto el incremento de la incertidumbre acerca del comportamiento futuro de esta variable como consecuencia de la perturbación negativa sobre la actividad provocada por la pandemia. Así, mientras que bajo el escenario previsto en el ejercicio de proyecciones de diciembre de 2019 las simulaciones de esta ratio se situaban en un rango relativamente acotado —de unos 4 pp, en torno a un nivel del 93 %—, en el escenario de recuperación gradual no solo ha pasado a ser significativamente mayor el nivel de la ratio, sino que además ha aumentado su dispersión (con valores que podrían oscilar entre el 110 % y el 130 %).

Este modelo estocástico también permite calcular la probabilidad de que la ratio de deuda sobre el PIB se sitúe por encima de un cierto umbral en un determinado horizonte. El gráfico 4 muestra los resultados de este ejercicio tomando como base, a modo de ejemplo, el escenario de recuperación gradual y considerando un plazo de diez años. Como puede apreciarse en el gráfico, a finales de 2019 la probabilidad de que la ratio de deuda pública sobre el PIB superara el 120 % a diez años vista era prácticamente nula. Ahora bien, cuando se incorpora la información de las proyecciones macroeconómicas publicadas para este escenario de recuperación gradual para el período 2020 -2022, que ya incluye, por tanto, el fuerte deterioro previsto en las finanzas públicas a corto plazo, la probabilidad de que la deuda supere el 120 % del PIB a un horizonte de diez años se eleva hasta el entorno del 25 %.

En resumen, las simulaciones presentadas en este recuadro, en las que se consideran distintos escenarios macroeconómicos y modelos, ponen de manifiesto que el

3 La herramienta utilizada sintetiza el tono de la política fiscal en la variación del saldo primario estructural, sin distinguir entre los efectos derivados de la utilización de combinaciones alternativas de instrumentos fiscales, que pueden favorecer el crecimiento económico en distinta medida.

4 Véase Alloza, Andrés, Pérez y Rojas (2020), «Implicit Public Debt Thresholds: An Operational Proposal», *Journal of Policy Modeling*, de próxima publicación.

5 Véase Banco de España (2019), *Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2019-2022): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2019*.

**ESCENARIOS ALTERNATIVOS DE DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA EN EL MEDIO Y LARGO PLAZO (cont.)**

estímulo fiscal que ha sido necesario implementar en respuesta al Covid-19 incrementará sustancialmente el endeudamiento público en España a partir de este año durante un período prolongado. En este contexto, la necesidad de moderar el notable grado de vulnerabilidad que supone la persistencia de niveles muy elevados de endeudamiento público y de reconstruir un cierto margen de

actuación fiscal que permita afrontar futuras perturbaciones negativas aconseja que, una vez que comience la recuperación de la actividad, se aborde un ambicioso plan de consolidación fiscal a medio plazo y de reformas estructurales que eleven el potencial de crecimiento y, por tanto, permitan reducir el coste de la consolidación presupuestaria.

**EL PAPEL DE LA INVERSIÓN PÚBLICA A ESCALA EUROPEA EN LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA**

La situación económica derivada de la pandemia y las medidas de confinamiento implican la necesidad de replantear las prioridades de política económica para que las economías europeas se recuperen lo antes posible. En este contexto, a finales del pasado mes de mayo, la Comisión Europea (CE) propuso un fondo de recuperación de carácter temporal (denominado *Recovery and Resilience Facility*), financiado con deuda europea a largo plazo. Este fondo distribuiría recursos del presupuesto europeo mediante transferencias y préstamos a los Estados miembros. Su objetivo sería impulsar la inversión pública y las reformas que aumenten el potencial de crecimiento de las economías europeas y respondan a los retos a los que la UE ya se enfrentaba con anterioridad, como la digitalización o la lucha contra el cambio climático.

Al mismo tiempo, un aumento de la inversión pública en Europa permitiría corregir la tendencia descendente, observada en las últimas décadas, de la ratio de este componente sobre el PIB. Así, la mediana de esta ratio en un amplio conjunto de países de la UE pasó del 5 % en 1960 al 2,7 % en 2018 (véase gráfico 2), mientras que, según los últimos datos disponibles, se situaba en el 3,2 % en Estados Unidos, en el 3,8 % en Japón y en más del 6 % en China. Varios factores contribuyen a explicar

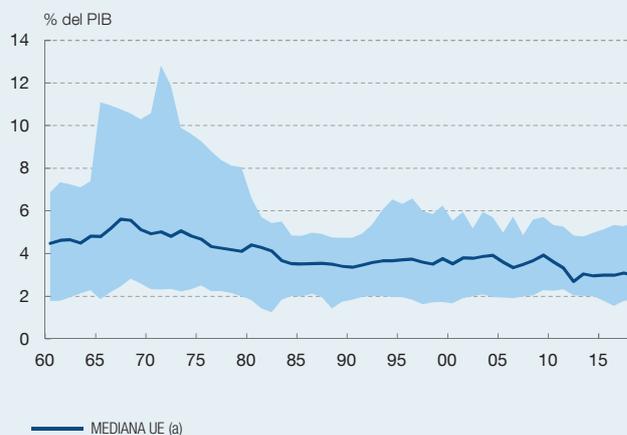
esta tendencia<sup>1</sup>. Por una parte, el *stock* de capital público creció significativamente en este período, de manera que las necesidades de inversión para las funciones más tradicionales (como el transporte por carretera o ferrocarril) podrían ser menores en la actualidad. Por otra parte, el desarrollo del estado del bienestar, en un contexto de envejecimiento de la población, ha implicado que el gasto social haya ganado preeminencia en los presupuestos públicos, hasta doblar su peso en el PIB en las cuatro últimas décadas (véase gráfico 1). En la medida en que el sector público se enfrenta a restricciones presupuestarias, el dinamismo de esta partida de gasto habría restado espacio para realizar proyectos de inversión pública.

La literatura económica señala que una composición de las finanzas públicas más equilibrada entre inversión y gasto corriente puede acabar proporcionando beneficios. En particular, la evidencia empírica sugiere que, en aquellas economías en las que el sector público ha puesto un mayor foco en inversiones favorecedoras del crecimiento, la actividad a largo plazo es mayor<sup>2</sup>. Esto, a su vez, permite relajar la restricción presupuestaria del sector público y contribuye a la financiación sostenible de otros componentes del gasto, como el gasto social.

Gráfico 1  
GASTO SOCIAL



Gráfico 2  
INVERSIÓN PÚBLICA



FUENTE: Banco de España, basada en datos de la Comisión Europea.

a La mediana de la UE comprende los siguientes países: Austria, Bélgica, Alemania, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Países Bajos, Portugal, Dinamarca, Reino Unido, Suecia y Luxemburgo.

1 M. Delgado Téllez, E. Gordo, I. Kataryniuk y J. J. Pérez (2020), *The decline in public investment: «social dominance» or too-rigid fiscal rules?*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.  
 2 J. Fournier (2016), *The positive effect of public investment on potential growth*, Working Papers, n.º 1347; OECD Economics Department Europe (2017), «Government investment in the EU: the role of institutional factors», *Report on Public Finances in EMU 2017*, pp. 133-186.

**EL PAPEL DE LA INVERSIÓN PÚBLICA A ESCALA EUROPEA EN LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA (cont.)**

Además, con frecuencia, la inversión pública genera bienes públicos que producen externalidades positivas sobre la actividad del sector privado. Este es el caso, por ejemplo, de muchas de las inversiones que se podrían beneficiar de las transferencias del fondo de recuperación propuesto por la CE —tales como la investigación pública básica— o de aquellas inversiones del sector público que tratan de hacer frente al cambio climático<sup>3</sup>. En ambos casos, estos esfuerzos públicos presentan un efecto multiplicador potencialmente elevado sobre la capacidad de innovación del sector privado<sup>4</sup> y sobre el crecimiento de largo plazo de la economía<sup>5</sup>. Esta contribución depende, en cualquier caso, del diseño eficiente de los planes públicos de inversión<sup>6</sup>.

Un modelo macroeconómico calibrado para el área del euro, que distingue entre España y el resto de la UEM, permite ilustrar los canales por medio de los cuales la

inversión pública afecta a la actividad<sup>7</sup>. En este modelo, la autoridad fiscal de cada región se caracteriza por un elevado grado de detalle, tanto por el lado de los ingresos como por el de los gastos. Entre estos últimos, cabe destacar que la inversión pública, en el modelo, permite aumentar el *stock* de capital público, lo que mejora la productividad del capital privado y del trabajo<sup>8</sup>.

El cuadro 1 recoge el impacto que un aumento permanente de 1 pp del PIB en la inversión pública en España<sup>9</sup> tendría sobre el producto de la economía. En el corto plazo, la mayor demanda de bienes de inversión por parte del sector público aumenta directamente la producción y el empleo privados. Más a medio plazo, a medida que el crecimiento del gasto en inversión pública expande el *stock* de capital público, se producen mejoras de la productividad en el sector privado, que implican un incremento de su empleo y producción.

Cuadro 1  
EFECTOS A LARGO PLAZO DE UN AUMENTO PERMANENTE DE LA INVERSIÓN PÚBLICA EN UN 1 % DEL PIB

Diferencia porcentual con respecto al escenario base	Elasticidad de la producción privada al capital público = 0,02			Elasticidad de la producción privada al capital público = 0,03		
	Inversión privada	Consumo privado	PIB	Inversión privada	Consumo privado	PIB
Financiado con impuesto sobre rentas salariales	0,4	-0,2	0,3	1,2	0,6	1,1
Financiado con deuda pública	1,4	-0,3	1,4	1,8	0,3	1,9
Aumento de inversión en toda la UEM	0,7	0,1	0,5	5,5	4,9	4,3

FUENTE: Modelo FiMod, véase Stähler y Thomas (2012).

- A. Dechezlepretre y D. Popp (2015), *Fiscal and Regulatory Instruments for Clean Technology Development in the European Union*, Working Paper Series, n.º 5361, CESifo.
- J. Gruber y S. Johnson (2019), *Jump-Starting America: How Breakthrough Science Can Revive Economic Growth and the American Dream*, Nueva York, Public Affairs Publishers.
- En los modelos de crecimiento endógeno, la tasa de crecimiento a largo plazo de la economía depende del ritmo de creación de nuevas tecnologías o de mejora en la calidad de las tecnologías existentes, para lo cual la actividad de investigación y desarrollo es clave [véanse P. Romer (1990), «Endogenous Technological Change», *Journal of Political Economy*, 98(5), pp. S71-S102; G. M. Grossman y E. Helpman (1991), «Quality Ladders in the Theory of Growth», *Review of Economic Studies*, 58(1), pp. 43-61, o P. Aghion y P. Howitt (1996), «Research and Development in the Growth Process», *Journal of Economic Growth*, 1(1), pp. 49-73]]. Además, la literatura reciente señala que la I+D+i influye sobre el patrón de ajuste de la economía, generando ciclos económicos persistentes [véanse D. Comin y M. Gertler (2006), «Medium-Term Business Cycles», *American Economic Review*, 96(3), pp. 523-551, y M. Correa-López y B. de Blas (2018), *Faraway, So Close! Technology Diffusion and Firm Heterogeneity in the Medium Term Cycle of Advance Economies*, Documentos de Trabajo, n.º 1835, Banco de España].
- A. Abiad, A. Almansour, D. Furceri, C. Granados y P. Topalova (2014), «Is it time for an infrastructure push? The macroeconomic effects of public investment», *World Economic Outlook*, pp. 75-114.
- Véase N. Stähler y C. Thomas (2012). «FiMod — A DSGE model for fiscal policy simulation», *Economic Modelling*, vol. 29, n.º 2, marzo, pp. 239-261.
- En el modelo se garantiza la estabilidad de la deuda pública haciendo que el tipo impositivo sobre las rentas salariales aumente o que el gasto en transferencias no distorsionantes se reduzca cuando el ratio de deuda pública sobre el PIB se sitúa por encima del 60%. Los parámetros del modelo están calibrados sobre la base de una serie de ratios de largo plazo de la economía española y del resto de la UEM.
- Ello supone un aumento de un 28% del nivel de la inversión pública, de forma que pasaría de representar el 3,5% del PIB al 4,5%. Esta cuantía es algo superior al impulso de la inversión en España derivado del uso completo de las transferencias del fondo de recuperación planteado por la Comisión Europea durante su período de vigencia (2021-2024).

**EL PAPEL DE LA INVERSIÓN PÚBLICA A ESCALA EUROPEA EN LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA (cont.)**

Este impacto depende fundamentalmente de cuatro factores. El primero es el grado de complementariedad que el capital público tiene con respecto al capital y al empleo privados en otras palabras, la efectividad del capital público para generar externalidades positivas sobre la actividad privada. En el modelo, este aspecto se captura a través de la elasticidad de la producción privada al capital público. La evidencia empírica disponible considera razonable un valor para este parámetro de en torno a 0,02, es decir, un aumento del 1 % del capital público aumentaría el producto en un 0,02 %<sup>10</sup>. La relevancia de este parámetro puede apreciarse en la simulación recogida en la primera fila del cuadro 1. En caso de que dicha elasticidad fuera, por ejemplo, un 50 % superior a la del escenario base, y se situara en el 0,03 %, las sinergias entre la actividad privada y el capital público serían mucho mayores, de modo que el impulso de la inversión pública produciría una expansión de la actividad casi cuatro veces superior.

En segundo lugar, la aportación de la inversión pública al crecimiento depende en gran medida de cómo se financie este gasto. En general, las subidas de impuestos para financiar el esfuerzo inversor suelen producir a corto y medio plazo un efecto expulsión (*crowding-out*) de la inversión privada mayor que la financiación de la misma inversión vía deuda<sup>11</sup>, estrategia esta última que permite modular el aumento recaudatorio durante un horizonte más dilatado. En particular, según el modelo, la financiación del impulso fiscal con un incremento a corto plazo del impuesto sobre las rentas salariales limita significativamente más la expansión de la inversión privada que si se financia con deuda (véanse la primera y segunda líneas del cuadro 1).

En tercer lugar, el impacto sobre el PIB de un estímulo fiscal en España también depende del grado de coordinación internacional de esta política expansiva. En particular, si el estímulo se produjera únicamente en España y se financiara con impuestos, en el corto plazo la mayor demanda de bienes de inversión por parte del sector público aumentaría la producción y el empleo privados. Esto podría ocasionar presiones salariales

internas y subidas de precios que acarrearían pérdidas de competitividad con respecto a otros miembros de la UEM y limitarían la expansión de la actividad. Por el contrario, cuando un estímulo fiscal similar se produce en el conjunto del área del euro, no se generan dichas pérdidas de competitividad, lo que permite un mayor aumento de la actividad, del consumo y de la inversión privada en España. Al mismo tiempo, el incremento de la inversión pública en el resto del área expande su actividad y, con esta, las exportaciones y el PIB españoles. Así, una acción coordinada a través de los canales descritos de acuerdo con la simulación del modelo podría llegar casi a doblar el efecto interno de una expansión de la inversión pública (véase la tercera fila del cuadro 1).

Por último, el impacto sobre el PIB de la inversión pública también depende de la capacidad de reacción de la política monetaria. Si los tipos de interés nominales no reaccionan al alza ante aumentos moderados de la inflación, como probablemente sea el caso en estos momentos en el área del euro, la efectividad de un incremento de la inversión pública se ve magnificada<sup>12</sup>. En este caso, la subida de precios como resultado de la mayor demanda agregada no va acompañada de un aumento de los tipos de interés nominales. En consecuencia, los agentes prevén unos tipos de interés reales más bajos y, por tanto, adelantan sus decisiones de consumo e inversión, lo que contribuye a que la actividad crezca aún más. Esto limita, a su vez, el efecto de expulsión de la inversión y el consumo privados, que a menudo se atribuye al incremento del gasto público en situaciones en las que la economía está operando con escasos recursos ociosos.

En definitiva, los ejercicios anteriores muestran que, para lograr la mayor efectividad posible, la inversión pública debe concentrarse en aquellos sectores y procesos en los que la complementariedad con la actividad privada sea más elevada. Además, la financiación inicial de un esfuerzo inversor como los descritos aquí a través de la emisión de deuda común daría lugar a un ahorro de costes financieros para el conjunto de los Estados miembros (véase epígrafe 5.5).

10 Véase E. M. Leeper, T. B. Walker y S. C. S. Yang (2010), «Government Investment and Fiscal Stimulus», *Journal of Monetary Economics*, 57, pp. 1000-1012.

11 H. Ahmed y S. M. Miller (2000), «Crowding-out and crowding-in effects of the components of government expenditure», *Contemporary Economic Policy*, 18(1), pp. 124-133.

12 Para una descripción detallada de este mecanismo, véase Ó. Arce, S. Hurtado y C. Thomas (2016), «Policy Spillovers and Synergies in a Monetary Union», *International Journal of Central Banking*, vol. 12, n.º 3, pp. 219-277.

**CAMBIOS EN EL MODELO EMPRESARIAL GENERADOS POR EL COVID-19: EL TELETRABAJO**

Con el objetivo de limitar los contagios por el Covid-19, durante la segunda semana del pasado mes de marzo comenzaron a tomarse medidas que limitaron la movilidad de trabajadores y consumidores. Estas limitaciones han dado lugar a cambios en los patrones de trabajo y de consumo, lo que ha acelerado algunas tendencias que ya se venían observando en el ámbito empresarial en los últimos años. Asimismo, la legislación de la nueva normalidad establece que los centros de trabajo tienen que adoptar medidas para «la potenciación del teletrabajo

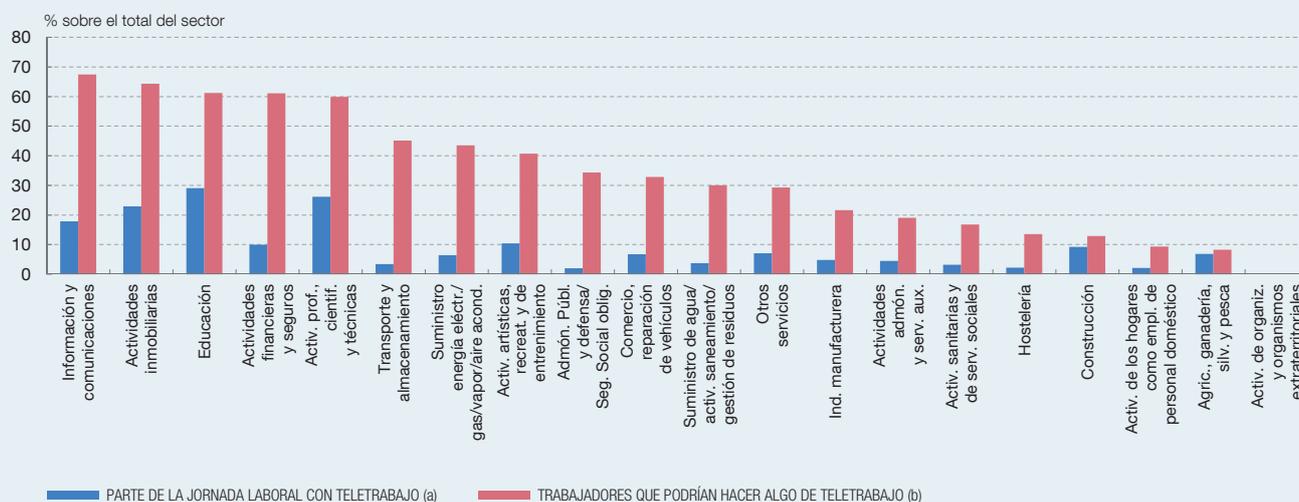
cuando por la naturaleza de la actividad laboral sea posible»<sup>1</sup>. En este recuadro se analizan las oportunidades organizativas que se abren en relación con el teletrabajo, una opción adoptada por las empresas para amortiguar los efectos negativos de una situación de confinamiento como la actual y para prepararse ante posibles rebrotes de la enfermedad en los próximos meses.

En 2019, según la Encuesta de Población Activa (EPA), un 8,4 % de los trabajadores en España indicó que trabajaba

Gráfico 1  
PORCENTAJE DE OCUPADOS DE 15-64 AÑOS CON TELETRABAJO (2018)



Gráfico 2  
PORCENTAJE DE TRABAJADORES CON TELETRABAJO, OBSERVADO Y POTENCIAL (2019)



FUENTES: Eurostat (Labor Force Survey, 2018) e Instituto Nacional de Estadística (EPA, microdatos de la submuestra anual del año 2019).

- a Se utiliza la definición de teletrabajo de la EPA, de la pregunta «¿Trabajó en su domicilio en las cuatro últimas semanas? (posibilidad prevista en acuerdo de trabajo)». Las opciones de respuestas son: «Más de la mitad de los días que trabajó», «Ocasionalmente» o «Ningún día».
- b Se utiliza la metodología de Dingel y Neiman (2020).

1 Véase el artículo 7 del Real Decreto-ley 21/2020, de 9 de junio, de medidas urgentes de prevención, contención y coordinación para hacer frente a la crisis sanitaria ocasionada por el Covid-19.

**CAMBIOS EN EL MODELO EMPRESARIAL GENERADOS POR EL COVID-19: EL TELETRABAJO (cont.)**

ocasionalmente en su domicilio y un 4,5 % lo hizo más de la mitad de los días laborables. Estas cifras suponen un ligero incremento durante los diez últimos años, ya que en 2009 estas cifras eran del 6 % y del 3,4 %, respectivamente.

Estos porcentajes son menores que los observados en la UE-28. En 2018, último año para el que se dispone de información homogénea, el 13,5 % de los ocupados de entre 15 y 64 años trabajaba a distancia en la UE-28 (Eurostat). El gráfico 1 muestra una gran heterogeneidad entre países. En general, en los países del norte de Europa existe un mayor arraigo del teletrabajo, mientras que en los países del sur y del este, esta práctica se utiliza con menos frecuencia. Así, en los Países Bajos y en Suecia más del 30 % del total de los trabajadores desarrolla su actividad laboral a distancia, al tiempo que esta modalidad de trabajo es prácticamente inexistente en Chipre, Bulgaria o Rumanía. España se sitúa por debajo de la media europea, con un 7,5 %, 6 puntos porcentuales (pp) menos que el promedio europeo y distanciada de las cifras de otros países grandes, como Francia (20,8 %) o Alemania (11,6 %).

La reciente situación de confinamiento ha dinamizado esta forma de trabajar. De acuerdo con la encuesta que el Banco de España llevó a cabo en la primera semana de abril, un 80 % de las empresas consultadas manifestó que el teletrabajo estaba siendo una herramienta fundamental para afrontar esta crisis<sup>2</sup>. Además, el teletrabajo ha impulsado, de forma indirecta, el uso de plataformas específicas para reuniones (*webinars*) y videoconferencias, así como un mayor desarrollo de ciertas herramientas de ciberseguridad, con soluciones más potentes de antivirus, *firewalls*, *backups*, VPN, etc., en un contexto en el que los riesgos tanto operativos como de seguridad también habrían aumentado su intensidad.

Todavía es pronto para calibrar con exactitud el alcance de estos cambios y su continuidad en el tiempo una vez superada la pandemia. Con todo, hay dos aspectos que parecen evidentes. En primer lugar, de acuerdo con la información disponible, existe un amplio margen de incremento del teletrabajo en España. Para disponer

de una medida del trabajo potencialmente realizable en el domicilio se utiliza la metodología propuesta en el trabajo de Dingel y Neiman (2020)<sup>3</sup>. En este estudio, una ocupación se clasifica, a un nivel muy desagregado, como no realizable desde casa si cumple al menos una de las características de contexto o de tipo de actividad que se identifican como difícilmente reproducibles en la residencia habitual. Entre estas características destacarían, por ejemplo, pasar la mayor parte del tiempo caminando o corriendo, trabajar al aire libre todos los días, realizar un trabajo de inspección de maquinaria o un trabajo que requiera trato directo con el público. Esta clasificación se aplica a todos los trabajadores de la EPA según la ocupación que estén desarrollando, y se compara con la información que ofrecen en la misma encuesta sobre si realizaron parte de su trabajo en su domicilio<sup>4</sup>. A partir de esta caracterización, se observa que, en España, la proporción de ocupados que podrían trabajar en su domicilio sería del 30,6 %, algo menos que la estimada para Estados Unidos (34 %) en ese trabajo.

En segundo lugar, es evidente que el margen de mejora no es igual para todos los sectores ni colectivos (véase gráfico 2). En particular, hay algunos sectores en los que, actualmente, el trabajo desde el domicilio es casi inexistente y que tendrían un potencial de crecimiento muy elevado en el uso de esta modalidad de trabajo, como transporte y almacenamiento (42 pp de incremento potencial); suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire acondicionado (+37 pp); Administración Pública (+32 pp); comercio (+25 pp); otros servicios (+22 pp); suministro de agua, actividades de saneamiento y gestión de residuos (+22 pp), y manufacturas (+17 pp). En el lado opuesto se encuentran sectores como la agricultura, la construcción, la hostelería y el servicio doméstico, en los que la posibilidad de teletrabajo es escasa.

Las distintas características de los diversos tipos de empleo generan diferencias en cuanto a la posibilidad que tienen los diferentes grupos de trabajadores de beneficiarse de esta modalidad de trabajo. Así, por ejemplo, solo el 21,5 % de los menores de 24 años podría teletrabajar, frente al 43,5 % de los mayores de 65 años.

2 Véase Banco de España (2020). «Encuesta empresarial sobre el impacto de la crisis del Covid-19», recuadro 1, «Escenarios macroeconómicos de referencia para la economía española tras el Covid-19», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020.

3 Véase I. J. Dingel y B. Neiman (2020), *How many jobs can be done at home?*, Documentos de Trabajo, NBER, n.º 26948.

4 Véanse los detalles en B. Anghel, A. Lacuesta y M. Cozzolino (2020), «El teletrabajo en España», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020, Banco de España.

**CAMBIOS EN EL MODELO EMPRESARIAL GENERADOS POR EL COVID-19: EL TELETRABAJO (cont.)**

Esto se debe a que, cuando acumulan experiencia, los trabajadores suelen dedicarse menos a tareas físicas y más a tareas de planificación y supervisión, que se pueden realizar con más facilidad desde el domicilio<sup>5</sup>.

Por nivel educativo, la estimación del número potencial de ocupados con teletrabajo muestra que, en el colectivo más cualificado, el total de personas que trabajan desde casa podría aumentar hasta un 51 %. Por el contrario, dentro del grupo de trabajadores con menos nivel de educación solo podría hacerlo el 16,7 %.

Diferentes estudios muestran las repercusiones del teletrabajo en los resultados de la empresa y en la actitud de los trabajadores. Por ejemplo, Bloom *et al.* (2015) analizaron los resultados en términos de productividad de una agencia de viajes china que, de forma aleatoria, asignó teletrabajo a un grupo de teleoperadores voluntarios durante nueve meses<sup>6</sup>. En ese período, la productividad se incrementó en un 13 %, con más horas trabajadas y más llamadas atendidas por minuto. Por otro lado, hay estudios que indican que este incremento de la productividad dependería del tipo de tareas que se realicen, ya que el teletrabajo puede tener efectos positivos en actividades creativas, pero negativos en tareas urgentes y complejas [Battiston *et al.* (2017) y Dutcher (2012)]<sup>7</sup>. Este efecto negativo en la productividad puede verse agravado en una situación como la actual, en la que el teletrabajo ha venido forzado por las

circunstancias, sin que el trabajador haya tenido la oportunidad de efectuar una inversión adecuada previa en equipamiento en casa o en formación [Morikawa (2020)]<sup>8</sup>. El trabajo de Bloom *et al.* (2015) también muestra que los trabajadores se sienten satisfechos por la posibilidad de trabajar en remoto.

En general, los resultados de diferentes encuestas muestran que los trabajadores a distancia suelen valorar especialmente la flexibilidad de poder distribuir su jornada laboral, de realizar sus tareas en diferentes lugares, y el hecho de poder evitar los desplazamientos hasta el centro de trabajo. Sin embargo, en contraposición, los trabajadores en remoto suelen destacar como aspectos negativos cierta falta de comunicación con colaboradores, la sensación de trabajar en solitario y la mayor dificultad para desconectar del trabajo<sup>9</sup>. Algunos análisis también han puesto de manifiesto inconvenientes para la salud de los trabajadores derivados de esta práctica, como la mayor propensión a padecer estrés o depresión<sup>10</sup>. En este sentido, algunos autores abogan por favorecer el teletrabajo, pero no de forma continuada, sino alternando el trabajo en casa con la presencia física en la empresa. Por último, existen análisis que sugieren que el teletrabajo puede convertirse en una buena opción para alargar la vida laboral de los trabajadores, ya que la flexibilidad horaria es algo que las personas que se aproximan a la edad de jubilación valoran especialmente [véase Hudomiet *et al.* (2019)]<sup>11</sup>.

- 
- 5 Véase B. Anghel y A. Lacuesta (2020), «Envejecimiento, productividad y situación laboral», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2020, Banco de España.
- 6 Véase N. Bloom, J. Liang, J. Roberts y Z. J. Ying (2015), «Does working from home work? Evidence from a Chinese experiment», *The Quarterly Journal of Economics*, Oxford University Press, n.º 130(1), pp. 165-218.
- 7 Véanse D. Battiston, J. Blanes, I. Vidal, y T. Kirchmaier (2017), *Is distance dead? Face-to-face communication and productivity in teams*, CEPR Discussion Paper, n.º 11924, y E. G. Dutcher (2012), «The effects of telecommuting on productivity: an experimental examination. The role of dull and creative tasks», *Journal of Economic Behavior & Organization*, 84(1), pp. 55-363.
- 8 Véase M. Morikawa (2020), «COVID-19, teleworking, and productivity», Vox CEPR Policy Portal.
- 9 Véase *State of remote work 2020*.
- 10 Véase A. I. Tavares (2017), «Telework and health effects review», *International Journal of Healthcare*, vol. 3, n.º 2.
- 11 P. Hudomiet, M. D. Hurd, A. Parker y S. Rohwedder (2019), *The effects of job characteristics on retirement*, Working paper, n.º 26332, NBER.

**EL IMPACTO DE LA CRISIS EN LA BANCA: ANÁLISIS DE LA RATIO DE MOROSIDAD**

Uno de los principales riesgos que tienen que afrontar las entidades bancarias en la crisis del Covid-19 es el relativo al deterioro en la calidad del crédito en sus balances. Este riesgo se deriva de la fuerte contracción de los ingresos de sociedades no financieras y hogares durante los últimos meses, a raíz de la interrupción a la actividad económica causada por las necesarias medidas de contención de la pandemia, que no se ha visto acompañada por una reducción similar de los gastos. La ratio de morosidad del crédito es una medida de la calidad de los balances bancarios, que se utiliza frecuentemente como indicador de su evolución y, por tanto, de la estabilidad financiera. Esta ratio mide, según una definición amplia, el porcentaje que representan los créditos dudosos (tanto los que hayan impagado por un período superior a tres meses como aquellos para los que exista una probabilidad elevada de que puedan impagar en un futuro cercano) respecto al total de la exposición crediticia.

La ratio de morosidad muestra, en general, un comportamiento fuertemente contracíclico. Así, durante la crisis financiera global que se inició en 2008 esta ratio aumentó en más de 13 puntos porcentuales (pp) en España, hasta alcanzar un máximo de alrededor del 14 % a finales de 2013. En cambio, durante los cinco años posteriores de expansión económica registró una reducción aproximada de 9 pp, hasta situarse en el 4,8 % en diciembre de 2019. Este proceso de corrección se ha visto impulsado por un entorno macroeconómico favorable y por las acciones supervisoras dirigidas a favorecer una gestión temprana de las carteras de créditos problemáticos por parte de las entidades. Dado este comportamiento pasado de la ratio de morosidad, es esperable, por tanto, que las fuertes caídas del PIB que contemplan los distintos escenarios macroeconómicos elaborados por el Banco de España para 2020<sup>1</sup> se traduzcan en un incremento significativo de la morosidad.

A partir de los datos trimestrales desde el año 2008 hasta la actualidad, se estima una correlación entre el crecimiento del PIB y la tasa de morosidad que indica que una caída de 1 pp en el PIB va asociada a un aumento de 0,7 pp en la ratio de mora agregada (véase gráfico 1). Esta observación histórica proporciona una cierta guía para

calibrar, de manera orientativa, el potencial efecto de la crisis del Covid-19 sobre la morosidad. Sin embargo, es necesario tener en cuenta que caídas del PIB español como las proyectadas para 2020 son significativamente mayores que la caída máxima observada en la historia reciente (del 3,8 % en 2009). Por consiguiente, no es descartable un efecto no lineal, que lleve a un aumento de la tasa de morosidad este año mayor que la estimada con datos históricos sobre la base de modelos lineales. No obstante, también es preciso tener presente que el fuerte repunte de la actividad proyectado para 2021, tanto por el Banco de España como por la mayoría de estos analistas, implicaría asimismo una reducción de la tasa de mora más rápida que en otros períodos de recuperación de crisis económicas pasadas. Además, el potente conjunto de medidas de política económica a escala nacional y europea en respuesta a esta crisis también debería contribuir a reducir la intensidad de la transmisión de la caída del PIB a la tasa de mora. En este sentido, cobran especial importancia los programas introducidos por el Gobierno de avales al crédito bancario para las actividades productivas y de apoyo a la renta de los hogares y a la liquidez de las empresas, las acciones del Banco Central Europeo relacionadas con la política monetaria y las medidas contables en el ámbito regulatorio.

Además, cabe esperar que esta crisis afecte de forma desigual a los distintos sectores institucionales y ramas de actividad, por lo que la evolución esperada de la tasa de mora agregada también dependerá de la distribución de la cartera de crédito por agentes y sectores económicos<sup>2</sup>. Todo ello hace necesario analizar cómo ha variado, a lo largo de los últimos años, el peso de los distintos sectores institucionales y de actividad económica en el crédito bancario y en el PIB. En particular, el sector de la construcción y actividades inmobiliarias recibía en el año 2008 el mayor volumen de crédito bancario destinado a actividades productivas (47,3 %), mientras que, en diciembre de 2019 este sector había perdido preponderancia en relación con el resto de los sectores productivos (hasta representar el 21,8 %). Por el contrario, destaca la importancia que ha ganado durante este período el sector servicios (55 % del total del crédito bancario a actividades productivas en diciembre de 2019, frente al 35 % en 2008), que incluye subsectores como el

1 Para más detalles, véase Banco de España (2020), «Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2020-2022): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de junio de 2020».

2 Véase E. Prades-Illanes y P. Tello-Casas, «Heterogeneidad en el impacto económico del Covid-19 entre regiones y países del área del euro», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020, Banco de España.

**EL IMPACTO DE LA CRISIS EN LA BANCA: ANÁLISIS DE LA RATIO DE MOROSIDAD (cont.)**

de comercio, hostelería y transporte, más vulnerables a las interrupciones generadas por la pandemia y a las medidas de distanciamiento social adoptadas (véase gráfico 2).

Por otro lado, al aplicar el análisis de correlación histórica entre las tasas de mora por ramas de actividad y su respectivo valor añadido bruto (VAB), se obtiene que esta no es homogénea. Por ejemplo, para el conjunto de la actividad de comercio, transporte y hostelería, la relación entre el VAB y la ratio de mora sectorial es incluso mayor que para el conjunto de toda la cartera crediticia. En concreto, una variación de 1 pp en el VAB del conjunto de estos subsectores supone una variación de casi 0,8 pp en

su ratio de mora, frente a los 0,7 pp que se obtienen para el total de la cartera. Por tanto, la sensibilidad de la morosidad de los distintos sectores económicos y la composición de la cartera crediticia determinarán, conjuntamente, la distribución entre entidades de los efectos en términos de morosidad y, por tanto, también de rentabilidad y solvencia.

La ratio de morosidad en 2019 ha mejorado significativamente con respecto a 2013 en todas las ramas, si bien en unas se ha avanzado más que en otras; además, los niveles actuales se sitúan todavía por encima de los registrados al comienzo de la crisis financiera de 2008. Como se observa en el gráfico 3, para el total de las

Gráfico 1  
CORRELACIÓN ENTRE LA VARIACIÓN DE LA TASA DE MORA Y EL CRECIMIENTO DEL PIB (2008-2019)

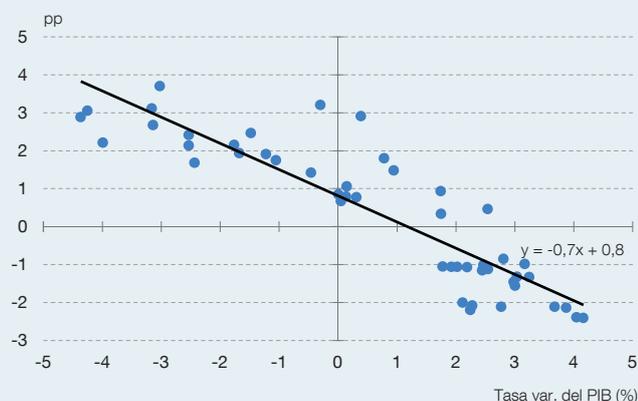


Gráfico 2  
DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DEL CRÉDITO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS, 2008-2019

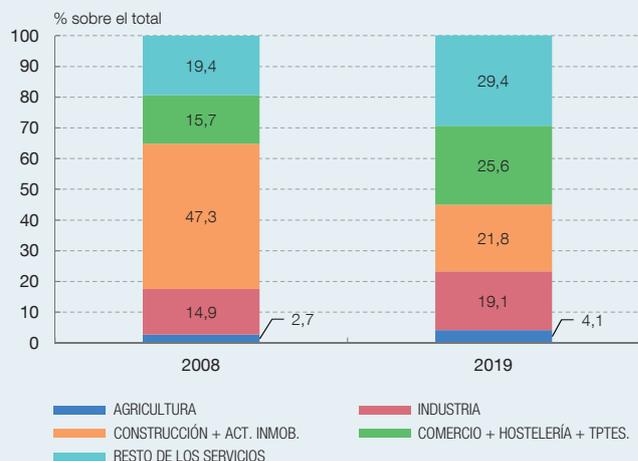


Gráfico 3  
DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DE LA RATIO DE MORA, 2008-2019

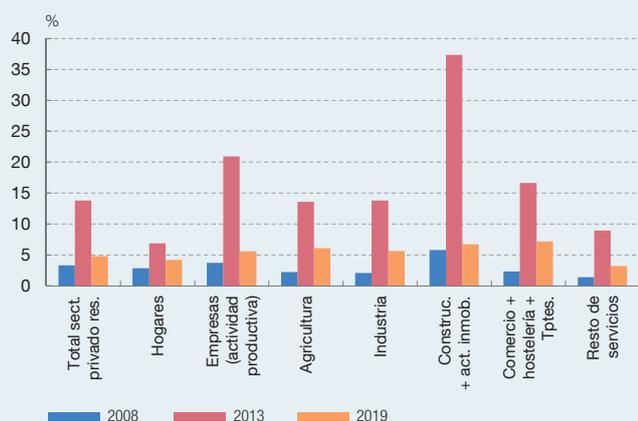


Gráfico 4  
EVOLUCIÓN DEL CAPITAL TIER 1 (a)



FUENTE: Banco de España.

a El capital Tier 1 se compone del capital de mayor calidad, o capital ordinario de nivel 1 CET1, y de otros elementos adicionales (instrumentos híbridos, como algunas participaciones preferentes).

**EL IMPACTO DE LA CRISIS EN LA BANCA: ANÁLISIS DE LA RATIO DE MOROSIDAD (cont.)**

actividades productivas (empresas), la diferencia entre la tasa de mora en 2019 y la registrada en 2008 no llega a los 2 pp, mientras que, para ciertos sectores, dicha diferencia es sensiblemente mayor (más de dos veces superior, en términos relativos, en agricultura, en industria y en el grupo de comercio, hostelería y transporte).

La ratio de morosidad en el crédito a hogares en 2019 (4,2 %) se situaba también por encima de su nivel en 2008 (2,8 %), tras mejorar sustancialmente a partir del período transcurrido desde el final de la última crisis. La capacidad de los hogares para mantenerse al corriente de sus obligaciones de pago es también clave para la estabilidad financiera, ya que los préstamos a hogares representaban en diciembre de 2019 alrededor del 54 % de los préstamos de las entidades bancarias al sector privado residente. En particular, el crédito al consumo representaba un 11,6 % del crédito a hogares en esa fecha, pero ha venido presentando, en general, un crecimiento elevado desde 2015. Los análisis disponibles sobre la evolución de la mora de los créditos a hogares revelan que, para aquellos que recurren a distintos productos de préstamos, los incumplimientos tienden a producirse, en primer lugar, en el segmento de consumo<sup>3</sup>. Considerando la evolución reciente del crédito al consumo y estos patrones históricos, es esperable que este segmento sufra un impacto relativamente elevado y temprano en su calidad crediticia como consecuencia de la crisis del Covid-19. En cambio, en la medida en que la actual crisis se acabe confirmando como un episodio fundamentalmente temporal, cabe esperar que el aumento de la tasa de mora de los préstamos hipotecarios de los hogares se mantenga contenido, dado que las hipotecas que sobrevivieron a la crisis financiera global presentan, en general, una alta calidad crediticia, y los nuevos préstamos hipotecarios se han concedido con unos estándares crediticios prudentes<sup>4</sup>.

Finalmente, aunque la ratio de morosidad es un indicador muy útil de la calidad de los balances bancarios, hay que tener en cuenta que esta ratio no proporciona toda la

información necesaria para poder valorar la capacidad de las entidades para hacer frente a las pérdidas asociadas a la morosidad. En primer lugar, debe valorarse el conjunto de las condiciones macroeconómicas y financieras en todo el período temporal de los escenarios considerados. En particular, el coste de un aumento de la tasa de mora en 2020 puede variar en función de la evolución económica en 2021 y 2022. Así, de materializarse una recuperación significativa de la actividad en este período, como se contempla en la mayoría de las previsiones más recientes, cabe esperar también un repunte de las recuperaciones de crédito, esto es, un retorno de deudores en estado moroso en 2020 a un estado normal en 2021-2022, y una evolución más favorable de los precios de los activos que sirven de garantía a los préstamos, lo que limitaría las pérdidas efectivas.

En segundo lugar, la capacidad de resistencia de las entidades también depende de los elementos de absorción de pérdidas de los que disponen: tanto provisiones (destinadas a la cobertura de las pérdidas esperadas) como capital (capacidad de absorción de las pérdidas inesperadas). En la anterior crisis, la existencia de las provisiones genéricas dotó a las entidades de un fondo de alrededor de 26 mm de euros para poder hacer frente a las pérdidas iniciales que tuvieron que afrontar. Al inicio de la crisis actual, a consecuencia del reforzamiento del capital (volumen y calidad de este) como respuesta a la crisis financiera internacional, las entidades de depósito españolas han pasado de tener un volumen de capital de nivel 1 (*Tier 1*) de alrededor de 158 mm de euros en 2007 a casi 215 mm de euros en 2019, esto es, un aumento de 57 mm de euros en esta categoría de capital. En términos del activo total, el capital *Tier 1* ha pasado de representar un 4,8 % en 2007 a un 5,8 % a finales de 2019 (véase gráfico 4), ampliando, por tanto, la capacidad de absorción de las pérdidas inesperadas derivadas del aumento de la morosidad que previsiblemente cause la crisis del Covid-19 en 2020.

3 Véase «Encadenamiento de impagos en los préstamos a hogares», recuadro 1.2, *Informe de Estabilidad Financiera*, primavera de 2020.

4 Véase *El mercado de la vivienda en España entre 2014 y 2019*, Documentos Ocasionales, n.º 2013, Banco de España, 2020.