

Presentación del gobernador Pablo Hernández de Cos



El año 2021 estuvo marcado por la superación de la etapa más aguda de la pandemia de COVID-19, la continuación de la recuperación económica y el fuerte repunte de la inflación a escala global. En un contexto en el que muchas economías, sectores, empresas y hogares aún no habían logrado recuperarse por completo de los efectos adversos de la crisis sanitaria, la invasión rusa de Ucrania a finales de febrero de este año ha supuesto una nueva perturbación negativa. Como consecuencia de ella, las perspectivas de crecimiento en el corto plazo se han revisado a la baja, especialmente en Europa, mientras que las presiones inflacionistas se han intensificado y se prevé que muestren una mayor persistencia que la que se anticipaba al comienzo del ejercicio.

En esta coyuntura particularmente incierta, el *Informe Anual* del Banco de España presenta, en su primer capítulo, un balance de la evolución —en el contexto global— de la economía española en 2021 y en los primeros meses de este año, una descripción y una evaluación de las políticas económicas desplegadas desde el inicio de la pandemia, y una valoración de las perspectivas económicas y de los principales riesgos para nuestro país en los próximos trimestres. Con un horizonte temporal más amplio, el segundo capítulo de este Informe explora los retos estructurales que la economía española ha de enfrentar en los próximos años, junto con las principales palancas de política económica disponibles para abordarlos.

El Informe incluye, además, dos capítulos temáticos. En el tercer capítulo se ofrece un análisis pormenorizado del actual episodio inflacionista, con una atención especial a sus causas y a los factores que podrían condicionar el grado de persistencia de estas dinámicas en el futuro. El cuarto capítulo se centra en los considerables desafíos que la lucha contra el cambio climático y la transición ecológica supondrán para la economía española en los próximos años.

El comportamiento de la actividad en los últimos trimestres

El avance en el proceso de vacunación, que comenzó a finales de 2020, permitió que a lo largo de 2021 se relajaran gradualmente —aunque con algunos altibajos— las medidas de distanciamiento social que la mayor parte de las principales

economías mundiales, incluida la española, implementaron durante la fase más aguda de la pandemia. Ello favoreció que se prolongara la senda de reactivación de la actividad iniciada en el verano de 2020.

No obstante, esta recuperación se vio parcialmente obstaculizada por: i) las distintas vicisitudes por las que atravesó la situación sanitaria; ii) el fuerte repunte que experimentaron los precios energéticos, y iii) diversos elementos que limitaron la capacidad de la oferta para responder a una mayor demanda, impulsada no solo por la mejora de la situación epidemiológica, sino también por el apoyo extraordinario de las políticas económicas. Si bien el primero de estos factores constituyó, a medida que avanzaba 2021, un impedimento cada vez menor, los otros dos han venido condicionando de manera creciente el comportamiento económico.

En particular, aunque inicialmente el repunte de los precios se concentró en las materias primas y en los alimentos, y parecía presentar una naturaleza relativamente transitoria, en los últimos trimestres su intensidad ha venido sorprendiendo sistemáticamente al alza, se ha ido extendiendo al resto de los bienes y servicios en la cesta de consumo, y ha dado muestras de una mayor persistencia. En el mismo sentido, los cuellos de botella que, por diversos motivos, se han registrado en las cadenas globales de producción y de transporte a lo largo de los últimos trimestres no se han disipado a la velocidad que se esperaba, e incluso —con el estallido de la guerra en Ucrania y el empeoramiento reciente de la pandemia en China— han llegado a intensificarse en algunos casos.

Aunque todos estos factores condicionantes de la evolución económica presentan un carácter eminentemente global, su incidencia ha sido muy asimétrica entre las principales economías mundiales. Entre otros aspectos, esta heterogeneidad ha respondido a las diferencias entre países en cuanto a su estructura productiva, el acceso a las vacunas, la capacidad de apoyo de las políticas económicas y el grado de dependencia de los *inputs* energéticos.

En este sentido, en los últimos trimestres la recuperación económica ha sido especialmente vigorosa en Estados Unidos, donde ya en la primera mitad de 2021 se superó el nivel de actividad previo a la pandemia. Este elevado dinamismo se ha traducido también en presiones inflacionistas subyacentes más intensas y tempranas

en este país. En cambio, en el conjunto del área del euro el nivel de actividad prepandemia no se recuperó hasta finales del pasado año.

En el caso de la economía española, la evolución epidemiológica en los primeros meses de 2021 todavía exigió el mantenimiento de medidas de contención de la enfermedad relativamente severas, que condicionaron el devenir de la actividad económica. Sin embargo, el avance en el proceso de vacunación permitió que en el segundo trimestre se iniciara una fase de mayor dinamismo. No obstante, dicho dinamismo se vio progresivamente atemperado por las alteraciones en las cadenas de suministros y por las alzas de los precios de las materias primas energéticas, factores a los que, en el tramo final del año, se unió la aparición de la variante ómicron del virus. Con todo, al cierre de 2021 el nivel de PIB de la economía española aún se encontraba 3,8 puntos porcentuales (pp) por debajo de sus registros prepandemia.

Al inicio de 2022, la superación del último rebrote de la pandemia y algún tímido indicio de alivio en los cuellos de botella parecían estar contribuyendo a atenuar los factores de riesgo que atenazaban la evolución de la actividad económica española. Las expectativas de un mayor dinamismo económico se apoyaban, además, en la ejecución de los fondos europeos y en la posible liberación del ahorro acumulado por los hogares durante la pandemia.

Sin embargo, la invasión rusa de Ucrania, a finales de febrero, ha supuesto una nueva perturbación negativa que está afectando a la economía española, como a otras economías de nuestro entorno, a través de diversos canales. Entre estos canales, destacan el agravamiento de las presiones inflacionistas sobre las materias primas, el deterioro de la confianza de los agentes económicos y la ralentización del comercio internacional. Todo ello ha resultado en un notable empeoramiento de las perspectivas de crecimiento en el corto plazo y en una intensificación de las presiones inflacionistas. En particular, en el último ejercicio de proyecciones del Banco de España, publicado a principios de abril, se revisó a la baja la tasa de crecimiento del PIB en 2022 (hasta el 4,5 %) y al alza la tasa de inflación promedio para el conjunto del año (hasta el 7,5 %).

La información conocida después de la publicación de estas proyecciones, que incluye un crecimiento del PIB en el primer trimestre menor de lo previsto, apuntaría,

en ausencia de perturbaciones adicionales, a una nueva revisión a la baja en la tasa de crecimiento del PIB esperada para el conjunto de este año. Por el lado de los precios, los nuevos datos apuntan, en comparación con las proyecciones realizadas en abril, a avances mayores del componente no energético y a un crecimiento algo más modesto del componente energético. Además, en los próximos meses el mecanismo ibérico para limitar el precio del gas y rebajar el de la electricidad —que ha sido recientemente aprobado en España y en Portugal, de acuerdo con la Comisión Europea— previsiblemente presionará a la baja los precios de la energía en nuestro país.

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

El papel de las políticas económicas

El conjunto de las ambiciosas actuaciones desplegadas al comienzo de la pandemia —en muchos casos, de forma coordinada internacionalmente— por las diversas políticas económicas ha desempeñado un papel fundamental para mitigar las consecuencias de la crisis sanitaria sobre las rentas y la posición patrimonial de los hogares, las empresas y las instituciones financieras, y, en último término, sobre la actividad, el empleo y la capacidad de crecimiento potencial de las economías.

Antes del estallido del conflicto bélico en Ucrania, la recuperación económica en curso y el fuerte repunte de la inflación ya habían propiciado el inicio de un cierto proceso de normalización de algunas de estas medidas expansivas, en particular en los ámbitos de la política monetaria y de la política fiscal. Indudablemente, la guerra ha complicado la tarea de los responsables de estas políticas.

i) Política fiscal

En el ámbito de la política fiscal, es imprescindible que, en el marco de una recuperación aún incompleta, la política presupuestaria ayude a contrarrestar los efectos adversos que la guerra en Ucrania supone sobre la actividad, efectos que vuelven a ser muy heterogéneos entre sectores, empresas y familias.

No obstante, en un contexto en el que los márgenes de actuación son relativamente limitados —teniendo en cuenta nuestros elevados niveles de endeudamiento público—, es fundamental que estas medidas de apoyo se diseñen de forma muy focalizada hacia los hogares y las empresas más vulnerables. En particular, en la coyuntura actual sería deseable centrar los esfuerzos en el apoyo a los hogares de rentas más bajas, que son los que más padecen el impacto de la inflación, y a las empresas más vulnerables a esta nueva perturbación.

Además de ser focalizadas, es importante que las medidas presupuestarias que se implementen tengan una naturaleza temporal y no supongan una distorsión significativa sobre las señales de precios. La necesidad de evitar una realimentación del actual proceso inflacionista es un argumento adicional para eludir un impulso fiscal poco selectivo y un uso generalizado de cláusulas de indexación automáticas en las partidas de gasto. Esta desindexación debe ser parte del pacto de rentas al que me voy a referir seguidamente.

ii) Pacto de rentas

Más allá de la respuesta de la política fiscal, un pacto de rentas entre los agentes sociales de nuestro país contribuiría a evitar que se desencadene una espiral de incrementos de precios y de costes, que solo agravaría los efectos nocivos que se derivan del episodio inflacionista actual y del conflicto bélico en Ucrania. En particular, a través de este pacto, empresas y trabajadores acordarían compartir la inevitable merma de renta para la economía nacional que implica el aumento de los precios de las importaciones de materias primas.

A la hora de determinar las características concretas de este pacto de rentas, sería necesario atender al impacto asimétrico de las perturbaciones actuales entre

trabajadores, empresas y sectores. Dada esta heterogeneidad, se debe combinar la necesaria coordinación a escala nacional con mecanismos que permitan adaptar el acuerdo a las diferencias de productividad y de actividad que existen entre empresas y sectores. De igual modo, si hay segmentos de los hogares cuyas condiciones de vida se han visto particularmente afectadas de forma adversa por el encarecimiento de la energía, sería deseable que el pacto de rentas implicase una menor merma de recursos para estos agentes. En definitiva, estas consideraciones se traducen en la necesidad de que un eventual pacto de rentas evite adoptar medidas excesivamente uniformes, que resultarían demasiado rígidas para algunos segmentos de agentes.

También sería deseable que se evitaran fórmulas de indexación automática de los salarios a la inflación pasada o de cláusulas de salvaguardia. El objetivo es, precisamente, reducir el riesgo de que se desencadene una realimentación de incrementos entre los salarios y los precios. Además, sería conveniente que el pacto de rentas contemplara compromisos plurianuales en lo relativo tanto a los incrementos salariales —donde las referencias nominales de la negociación deberían excluir los componentes asociados a los productos energéticos y estar inspiradas en la evolución prevista de la inflación subyacente— como a la protección del empleo. Asimismo, estas directrices sobre la evolución salarial deberían acompañarse con compromisos explícitos de moderación de los márgenes empresariales.

iii) Política monetaria

En respuesta al contexto actual, de fuertes presiones inflacionistas, los bancos centrales de las principales economías desarrolladas han avanzado en el proceso de normalización de su política monetaria.

En efecto, en el área del euro la inflación alcanzó un 7,5 % el pasado mes de abril, lo que supone el valor máximo desde su creación. Aunque la mayor parte de este incremento se ha debido al repunte de los precios de la energía y, en menor medida, de los alimentos, la inflación subyacente también se ha elevado de forma apreciable.

El consenso de las proyecciones macroeconómicas anticipa que la inflación se mantendrá elevada en los próximos meses, pero que, con posterioridad, en ausencia

de nuevas perturbaciones inflacionistas, se desacelerará progresivamente hacia niveles compatibles con el objetivo del Banco Central Europeo (BCE), del 2 %. Los indicadores de expectativas de inflación a medio y a largo plazo se sitúan también en el entorno del 2 %.

No obstante, los riesgos al alza en torno a estas perspectivas han aumentado. La intensificación de las presiones inflacionistas en los últimos meses eleva la probabilidad de que se agudicen los efectos indirectos y de segunda ronda. Si bien estos efectos no se han materializado de manera acusada por el momento, existen indicios de revisiones de las expectativas de inflación en el medio plazo por encima del objetivo que requieren un seguimiento atento. Por el contrario, la guerra está generando un efecto negativo sobre el crecimiento económico, de intensidad incierta, que podría reducir las presiones inflacionistas en el medio plazo.

En este contexto, el BCE ha iniciado el proceso de normalización de la política monetaria, desde un punto de partida caracterizado por un grado de acomodación extraordinario y en el marco de la nueva estrategia que aprobó el Consejo de Gobierno en 2021, que establece un objetivo de inflación del 2 % en el medio plazo, de carácter simétrico. La simetría implica que se compromete a combatir las desviaciones tanto al alza como a la baja con respecto al objetivo. La orientación a medio plazo supone que las decisiones vienen condicionadas por la inflación prevista a un horizonte de dos o tres años.

En ese momento, este marco se concretó en el compromiso (*forward guidance*) de supeditar el eventual primer incremento de los tipos de interés a que la inflación esperada se sitúe en el 2 % en un horizonte de 18 meses y se mantenga en el 2 % en el medio plazo, y a que la evolución de la inflación subyacente sea compatible con una inflación que se estabiliza en el 2 % a medio plazo. Las compras netas del programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés) también se ligan a estas condiciones, al señalar que los tipos de interés solo aumentarán algún tiempo después del fin de las compras.

Con esta estrategia y en el actual contexto, resulta adecuada una retirada progresiva del extraordinario estímulo monetario: las expectativas de inflación a horizontes intermedios y en el medio plazo se sitúan en el entorno del 2 %, la

inflación subyacente está claramente por encima del 2 % y existen riesgos de desviación al alza sobre las proyecciones. En el proceso de normalización, una de las referencias que podrían servir de guía es el nivel del tipo de interés natural, definido como aquel que mantiene la inflación estable en su objetivo. Las estimaciones disponibles, sujetas a elevada incertidumbre, lo sitúan en valores reducidos en el área del euro, en el entorno o ligeramente por encima del 1 %, lo que apuntaría a que, hasta que no se alcancen esos niveles, el tono de la política monetaria seguiría siendo expansivo.

Así, en marzo de 2022 finalizaron las adquisiciones netas de activos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés). Asimismo, en el Consejo de Gobierno de abril anunciamos que las adquisiciones netas en el marco del programa de compras APP concluirían en el tercer trimestre de este año. En mi opinión, dado que las perspectivas de inflación son coherentes con el cumplimiento de las condiciones de nuestra *forward guidance*, esta finalización debería tener lugar a comienzos del trimestre, para proceder, poco después, al primer incremento de los tipos de interés. En los siguientes trimestres se podría proceder a sucesivos incrementos adicionales, hasta, por ejemplo, alcanzar niveles acordes con el tipo de interés natural si se mantienen las perspectivas de inflación de medio plazo en torno a nuestro objetivo.

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

Además, dada esa incertidumbre, no tenemos una pauta de normalización prefijada. Tendremos que ir ajustando el proceso de normalización a la información que vayamos recibiendo. Hay que tener en cuenta que la incertidumbre actual afecta a aspectos tan relevantes para la inflación futura como el desarrollo del conflicto bélico, la resolución de los cuellos de botella en la producción y en el transporte internacional, el grado de materialización de los efectos de segunda

ronda, las dinámicas de la globalización o las políticas energéticas y de lucha contra el cambio climático.

Actuaremos con total flexibilidad y adoptaremos las medidas necesarias para cumplir con nuestro mandato y para contribuir a salvaguardar la estabilidad financiera. La flexibilidad es particularmente importante para, en el camino hacia una configuración de tipos de interés más neutral, evitar que puedan aparecer amenazas para la correcta transmisión de la política monetaria en toda el área del euro. La pandemia ha mostrado que, en condiciones de estrés, la flexibilidad en las compras de activos ha contribuido de manera eficaz a contrarrestar esas amenazas. Dentro de nuestro mandato, esa flexibilidad seguirá siendo un elemento fundamental de nuestra política monetaria.

iv) Políticas europeas

Las políticas europeas están desempeñando un papel cada vez más relevante para hacer frente a perturbaciones comunes al conjunto de las economías de la Unión Europea (UE). Esto se puso claramente de manifiesto cuando estalló la pandemia y, entre otras medidas desplegadas a escala europea, se introdujo el programa *Next Generation EU* (NGEU), que puso a disposición de los Estados miembros (EEMM) un volumen muy cuantioso de recursos. Más recientemente, la relevancia de las políticas europeas también ha quedado patente con motivo de la invasión rusa de Ucrania, a la que, por ejemplo, la UE ha respondido de forma colectiva con la imposición de sanciones económicas a Rusia de una gran envergadura.

La creciente trascendencia de las políticas europeas —como un factor crucial en la evolución de la actividad económica de los EEMM— hace más importante, si cabe, seguir avanzando de forma decidida en el desarrollo del marco institucional europeo. En este sentido, entre las principales iniciativas que, en los últimos meses, están despertando un creciente interés en el debate institucional europeo, cabe destacar las propuestas de la UE para aumentar la autonomía de decisión y de acción en ámbitos tan relevantes como el energético, el tecnológico o el digital. Es preciso que, en estas materias, las políticas se diseñen y se implementen de forma que se minimice el riesgo de fragmentación en la UE y de que aparezcan distorsiones

indeseadas. Así, sería deseable que, sobre la base de la experiencia acumulada con el programa NGEU, hubiera una respuesta fiscal común frente a los retos que supone la guerra en Ucrania, incluida la mutualización del gasto público necesario para afrontar sus efectos sobre las economías de los EEMM.

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

Otra área en la que resulta indispensable avanzar es la ampliación de los canales —públicos y privados— de compartición de riesgos en la UE. En este sentido, necesitamos un mecanismo de estabilización macroeconómica permanente en la UEM que complemente la labor de la política monetaria, para lo cual debería tener una dotación suficiente, así como capacidad impositiva y de endeudamiento. Y también requiere progresar en la agenda de la unión de los mercados de capitales y culminar la unión bancaria, en particular superando el actual bloqueo sobre su tercer pilar, un fondo europeo de garantía de depósitos con un componente de mutualización.

Los retos estructurales de la economía española y las políticas para abordarlos

El Banco de España ha venido detallando, en diferentes informes, los principales retos que condicionarán el devenir de la economía española en los próximos años.

La mayoría de estos desafíos están presentes en nuestra economía desde mucho antes del estallido de la pandemia, como la necesidad de impulsar el crecimiento de la productividad, de corregir las disfuncionalidades existentes en varios mercados de bienes y factores, de reforzar la sostenibilidad de las cuentas públicas, y de abordar los retos vinculados al envejecimiento de la población, la desigualdad y el cambio climático. En cambio, otros son relativamente novedosos, como la necesidad de adaptarse a un proceso acelerado de digitalización de la actividad y a los cambios que se han producido recientemente en las dinámicas de la globalización.

En todo caso, la envergadura de estos retos y el hecho de que estén estrechamente relacionados entre sí exigen una estrategia integral de reformas estructurales ambiciosas con vocación de permanencia. La capacidad de la economía española para mantener una senda de crecimiento robusto, sostenido y que proporcione oportunidades para todos dependerá de la respuesta que las políticas económicas ofrezcan a este conjunto de desafíos.

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

Entre los retos que se destacan en el capítulo 2 de este *Informe Anual*, se encuentra la reducción de las elevadas tasas de desempleo y de temporalidad que la economía española ha venido registrando persistentemente en las últimas décadas. Esto afecta especialmente a los jóvenes, un colectivo que, desde la crisis financiera global, también ha presentado una tasa de parcialidad creciente en el empleo no deseada.

Reducir esta elevada precariedad es fundamental, pues tiene efectos económicos adversos en múltiples dimensiones. Por ejemplo, la precariedad en el empleo afecta al proceso de acumulación de capital humano de los trabajadores y, por esa vía, puede generar efectos muy persistentes sobre su carrera laboral. Además,

también supone una mayor incertidumbre sobre la evolución futura de las rentas de los trabajadores afectados, lo que tiene consecuencias no solo en las decisiones de gasto, sino también en el bienestar emocional, en la formación de nuevos hogares y en la natalidad.

En este contexto, la reforma laboral aprobada en 2022 tiene como uno de sus principales objetivos la lucha contra la elevada temporalidad. Desde la aprobación de esta norma, la contratación indefinida se ha acelerado significativamente y la contratación temporal se ha reducido. No obstante, aún es pronto para poder evaluar el impacto de la reforma laboral, una evaluación que, en cualquier caso, deberá realizarse en múltiples dimensiones.

Entre estas dimensiones, cabe destacar el impacto de la reforma sobre el empleo, dado que, en principio, la reducción de la temporalidad podría provenir tanto de la sustitución de empleo temporal por fijo como de la destrucción de empleo temporal. Responder a esta cuestión exigirá disponer de un período amplio sobre el que analizar las dinámicas de creación y de destrucción de empleo.

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

Aumentar el nivel educativo de los trabajadores y de los empresarios es también crucial para reducir el paro estructural en la economía española, impulsar la productividad y favorecer la creación de puestos de trabajo de mayor calidad. Abordar este desafío es especialmente relevante en la coyuntura actual, en la que confluyen un intenso proceso de digitalización de la actividad económica, un acusado envejecimiento poblacional y distintos factores que pueden exigir una profunda reasignación sectorial de la actividad.

En este sentido, el sistema educativo debe ser flexible y dar una respuesta decidida a los cambios en la demanda de formación que ya están teniendo lugar y que, previsiblemente, se intensificarán en los próximos años. Asimismo, aprovechar las oportunidades que plantea el proceso de digitalización exige incrementar las competencias digitales de la población, en especial de las personas mayores, de menor nivel educativo y de menor renta.

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

Además, las políticas activas de empleo resultan imprescindibles para limitar la pérdida de capital humano que se deriva de episodios de pérdida del empleo. Por ello, es importante diseñar un sistema de políticas activas de empleo eficiente y eficaz.

iii) El reto de hacer frente a la desigualdad

Los niveles de desigualdad en España, que ya eran elevados antes del estallido de la pandemia, probablemente habrán aumentado como consecuencia de la crisis sanitaria, a pesar del importante papel mitigador que han desempeñado las políticas públicas. Para reducir los efectos —económicos y sociales— adversos que implican unos elevados niveles de desigualdad, son necesarios el despliegue y la evaluación continua de actuaciones públicas en dimensiones muy diversas. Por ejemplo, en el ámbito de la regulación del mercado laboral y en el de las políticas educativas. Pero también en materia de las políticas de rentas y de las políticas de vivienda.

En particular, incrementar el nivel educativo de los colectivos más desfavorecidos es una estrategia muy efectiva para elevar sus ingresos, igualar las oportunidades laborales *ex ante* y mejorar las oportunidades de las generaciones futuras.

En cuanto a las políticas de rentas, de acuerdo con los resultados de las evaluaciones que se prevén en la Ley, es necesario que las condiciones para acceder al ingreso mínimo vital en nuestro país se sigan ajustando, de forma que este instrumento pueda cumplir eficazmente con su objetivo de erradicar la pobreza extrema y, en paralelo, se eviten efectos indeseados.

Otra área en la que sería conveniente actuar para reducir los efectos adversos de la desigualdad es la relativa a las condiciones de acceso a la vivienda, que se han endurecido en los últimos años. En este sentido, el Proyecto de Ley de Derecho a la

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

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

Otro desafío relevante para la economía española es el reducido tamaño del tejido empresarial, que incide en la baja productividad agregada de nuestro país. Para abordar este reto, es imprescindible analizar con profundidad los diferentes motivos que están sesgando nuestro tejido productivo hacia compañías pequeñas de baja productividad y mitigar sus efectos.

Así, por ejemplo, como parte de una estrategia favorecedora del crecimiento empresarial, sería conveniente fomentar que las compañías de menor tamaño puedan acceder a una mayor diversidad de fuentes de financiación externa en condiciones más favorables y reforzar las políticas de apoyo a la innovación empresarial.

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

En este ámbito, algunas iniciativas recientes parecen apuntar en la dirección correcta, como el Proyecto de Ley de Creación y Crecimiento de Empresas, que pretende impulsar la creación de empresas y fomentar su expansión a través de la mejora regulatoria, la eliminación de obstáculos a las actividades económicas, la lucha contra la morosidad comercial y el apoyo financiero al crecimiento

empresarial. También la reforma de la Ley Concursal, que introduce cambios significativos en el ámbito concursal y preconcursal, y que podría contribuir a corregir parte de las ineficiencias que presentan los mecanismos de insolvencia actuales. No obstante, de cara al futuro, será necesario evaluar cuidadosamente la capacidad de estas nuevas normas para mitigar, de forma significativa, las deficiencias que se han observado a lo largo de las últimas décadas en las dinámicas empresariales españolas.

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

Como ya se puso de relieve en el *Informe Anual* del Banco de España de 2020, en los próximos años uno de los principales retos que enfrentamos es aprovechar al máximo las posibilidades que el programa NGEU ofrece para impulsar una profunda transformación estructural de nuestra economía.

El impacto económico a corto plazo del uso de estos fondos en 2021 fue inferior al incorporado en nuestras proyecciones macroeconómicas. En todo caso, una parte significativa del crecimiento económico esperado para este y los siguientes años depende crucialmente del potencial efecto multiplicador sobre la actividad del uso de los fondos NGEU. En este sentido, uno de los factores que más puede influir en la maximización de este impacto y, por tanto, en el éxito del programa NGEU en nuestro país es llevar a cabo una rigurosa selección de los proyectos de inversión que se han de financiar con cargo a este mecanismo.

Además, existe un grado de complementariedad muy elevado entre la financiación de proyectos de inversión, como los que plantea el programa NGEU, y la implementación de reformas estructurales. Así lo pone de manifiesto un trabajo reciente del Banco de España, que ilustra en qué medida distintas combinaciones de reformas y de proyectos de inversión podrían tener un impacto muy diferente sobre la capacidad de crecimiento de la economía española en el medio plazo. En particular, de acuerdo con los resultados de este trabajo, si en el marco del programa NGEU se efectuara una adecuada selección de los proyectos, que se viera acompañada, además, de diversas reformas estructurales que redujeran las rigideces existentes en los mercados de productos y de trabajo, contribuyendo de esta forma

a reducir la tasa de paro estructural y a impulsar el avance de la productividad, la tasa de crecimiento potencial de la economía española al final de esta década podría llegar a situarse en el entorno del 2 %, casi 1 pp por encima de un escenario sin proyectos NGEU y sin reformas estructurales.

vi) El reto de la consolidación fiscal

El mantenimiento en el tiempo de unos elevados niveles de endeudamiento público supone una considerable fuente de vulnerabilidad para nuestro país y unos menores márgenes de actuación fiscal ante posibles perturbaciones macrofinancieras adversas que pudieran llegar a producirse en el futuro.

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

Como parte de este plan, es necesario que la política de gasto de las AAPP sea objeto de una revisión exhaustiva, con dos objetivos fundamentales: incrementar la eficiencia de cada partida presupuestaria y optimizar la distribución del gasto público entre partidas para promover un crecimiento económico más robusto y equitativo.

Del mismo modo, es imprescindible llevar a cabo una revisión integral del sistema tributario español para lograr que las distintas figuras impositivas alcancen sus objetivos de la manera más eficaz y eficiente posible.

En cuanto al sistema de pensiones, de acuerdo con las estimaciones disponibles, que incorporan las medidas recientemente adoptadas en este ámbito, hacer frente a los incrementos del gasto en pensiones que se derivarán del envejecimiento poblacional requerirá de nuevas actuaciones en el futuro por el lado de los ingresos, de los gastos o de ambos.

En este sentido, el Banco de España ha venido señalando durante los últimos años la conveniencia de reforzar el vínculo entre las contribuciones realizadas y las prestaciones recibidas —asegurando un nivel suficiente para los hogares más vulnerables—, así como de iniciar un debate riguroso que aborde el nivel de prestaciones que el sistema debe proveer y la estrategia de captación de los ingresos necesarios para financiarlas.

Además, se deberían analizar las consecuencias redistributivas y en términos de equidad intergeneracional de las distintas reformas planteadas, de modo que los eventuales ajustes en el sistema no recaigan desproporcionadamente en grupos de población concretos, como la población jubilada o las futuras cohortes de trabajadores. Asimismo, es deseable que se dote al sistema de una mayor transparencia y previsibilidad, con objeto de ofrecer certidumbre a los ciudadanos y de facilitar la toma de decisiones en los ámbitos del ahorro, el trabajo y la jubilación. En este sentido, podría ser conveniente valorar la introducción de mecanismos automáticos de ajuste que adapten algunos parámetros del sistema a los cambios que se produzcan en las dinámicas demográficas y económicas.

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

La lucha contra el cambio climático y la transición hacia una economía más sostenible son, sin duda, los mayores retos a los que se enfrenta nuestra sociedad.

Como destaca el capítulo 4 de este *Informe Anual*, abordar este desafío de forma decidida implicará un profundo cambio estructural en nuestro modelo de crecimiento económico, que tendrá implicaciones muy relevantes en prácticamente todos los ámbitos de la actividad. Además, este proceso transformacional presentará, previsiblemente, una incidencia muy desigual entre las distintas regiones, ramas de

actividad, empresas y familias españolas, y podrá afectar de manera más intensa a algunos de los hogares y de las empresas más vulnerables.

En este proceso de transición ecológica, los Gobiernos deben desempeñar un papel protagonista. Fundamentalmente, a través de la imposición medioambiental, del despliegue de medidas compensatorias que mitiguen temporalmente los costes de la transición para los colectivos más vulnerables, de la inversión pública y de la regulación de la actividad económica.

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

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

Los retos del sector bancario

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

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

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

Así, en el sector empresarial la recuperación de la facturación y la moderación en el crecimiento de la deuda en 2021 habrían permitido una mejora de su situación financiera agregada, si bien esta seguiría siendo, en promedio, más vulnerable que antes de la pandemia. En los sectores más afectados por la pandemia, el porcentaje de empresas con endeudamiento elevado¹ se encuentra 7 pp más alto que en 2019.

En cuanto a los hogares, la evolución favorable del mercado de trabajo y de las rentas también estaría contribuyendo a la recuperación de su situación económico-financiera. En todo caso, en el primer decil de riqueza neta, si bien la deuda sobre activos se habría reducido, las deudas seguirían siendo casi un 50 % superiores al valor de los activos, lo que señalaría la vulnerabilidad financiera de este colectivo.

En este contexto, el crédito en España descendió ligeramente en 2021, con una menor demanda por parte de las empresas, que afrontaron menores necesidades de liquidez que en 2020, compensada en buena medida por un comportamiento más expansivo del crédito a hogares, en particular en el segmento de adquisición de vivienda.

Por su parte, el crédito dudoso al sector privado residente descendió un 5,4 % en 2021, hasta los 49,3 mm de euros, una caída superior a la del año anterior, aunque muy alejada de las registradas en los años previos a la pandemia. A pesar de esta evolución favorable del crédito dudoso, existen deterioros latentes en las carteras de crédito. Los préstamos en vigilancia especial siguieron aumentando a tasas elevadas a finales de 2021 (un 14 % en tasa interanual). Las refinanciaciones también crecieron

¹ Se definen como empresas con endeudamiento elevado aquellas cuya ratio de Deuda neta / (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) es mayor que 10, o que presentan deuda financiera neta positiva y resultados nulos o negativos.

un 14 % (frente al descenso del 9 % del año anterior), debido al fuerte crecimiento habido en el sector de sociedades no financieras y empresarios individuales.

Los sectores sensibles tanto a los efectos de la pandemia como al alza de los costes energéticos concentrarían las mayores vulnerabilidades. En ellos, el peso conjunto del crédito dudoso y en vigilancia especial se acercó al 24 % en diciembre de 2021. De hecho, las exposiciones de crédito que presentan alguna señal de deterioro son las que pueden ser, a su vez, más vulnerables a la materialización de los riesgos en el contexto actual. Por ello, es necesario hacer su seguimiento con especial atención, así como realizar un reconocimiento temprano y adecuado de las potenciales pérdidas.

Los resultados consolidados del sector bancario español, por su parte, registraron en 2021 una mejora sustancial, tras los registros negativos de 2020, y fue la reducción de las pérdidas por deterioro de activos financieros el principal determinante de la mejora en el resultado ordinario. Además, la ratio de capital ordinario de nivel 1 (CET1) se mantuvo relativamente estable el último año, después del incremento de 2020, por lo que la crisis sanitaria no ha mermado la capacidad de absorción de pérdidas inesperadas del sector en su conjunto.

Las pruebas de resistencia al sector bancario realizadas por el Banco de España muestran que aquel mantendría una capacidad de resistencia agregada adecuada ante la materialización de los riesgos macrofinancieros identificados en la coyuntura actual, si bien existe una importante heterogeneidad a nivel de entidades individuales. Aun así, se registrarían consumos de capital en los escenarios más extremos. Por tanto, es necesario que se mantengan una vigilancia estrecha de la evolución financiera del sector y un comportamiento prudente y prospectivo por parte de las entidades.

Estos retos de corto y medio plazo no deben hacernos olvidar la necesidad de abordar los desafíos estructurales que ya existían en el sector bancario antes de la irrupción de la pandemia y de la invasión rusa de Ucrania. En particular, el ajuste de la capacidad y la creciente competencia de empresas tecnológicas, así como los potenciales efectos negativos asociados a los riesgos climáticos.

Finalmente, un ámbito de innovación financiera en el que se está observando una fuerte expansión es el de los criptoactivos, representaciones digitales de valores y

derechos con base en tecnologías de bases de datos descentralizadas. A pesar del potencial de los criptoactivos para ofrecer menores costes de transacción, mayor interoperabilidad y una superior competencia, y de que su tamaño y su grado de interconexión con los mercados financieros más tradicionales son todavía limitados, hay que señalar que su rápido desarrollo plantea riesgos relevantes si este no se efectúa de manera segura, dentro de un marco regulatorio que mitigue los riesgos potenciales. Entre estos riesgos, hay que señalar los de mercado, liquidez, operacionales, reputacionales y, sobre todo, los de conducta frente a los usuarios, por su falta de transparencia y de regulación. En suma, un aumento de la escala de estos mercados podría dotar a estos riesgos de un carácter sistémico.

Conclusiones

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

Pablo Hernández de Cos

Gobernador del Banco de España

Presentación del *Informe Anual 2021*.

18 de mayo de 2022.