

INFORME ANUAL

2020

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema





## INFORME ANUAL 2020

Fecha de cierre de datos: 30 de abril de 2021.  
Fecha de publicación: 13 de mayo de 2021.

## 1

## EL IMPACTO ECONÓMICO DE LA PANDEMIA

**1 Introducción** 47**2 El comportamiento de la actividad a escala global y en el área del euro** 50**3 El comportamiento de la actividad en España** 60

- 3.1 El impacto de la crisis: magnitud y heterogeneidad 62
- 3.2 Las principales fuentes de incertidumbre 83
- 3.3 Perspectivas de la economía española a corto y a medio plazo 90

**4 Las políticas económicas a corto plazo** 93

- 4.1 De una respuesta inicial muy decidida a una estrategia más focalizada 93
- 4.2 El papel de la política monetaria del Banco Central Europeo 96
- 4.3 La evolución de la respuesta de la política económica en España 100

**Bibliografía** 105

## Recuadros

- 1.1** La evolución epidemiológica a escala global 108
- 1.2** La respuesta de la Unión Europea a la crisis económica del COVID-19 y los nuevos retos en el ámbito de su gobernanza 113
- 1.3** Las políticas económicas desplegadas para mitigar los riesgos de liquidez de las empresas y de los empresarios individuales en España, y su comparativa internacional 117

## 2

## LOS RETOS ESTRUCTURALES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA TRAS EL COVID-19 Y LAS POLÍTICAS PARA ABORDARLOS

**1 Introducción** 123**2 Algunos efectos de la pandemia con posibles implicaciones duraderas** 126

- 2.1 Impacto sobre los hogares 126
  - 2.1.1 Cambios en los patrones de las actividades diarias de los hogares: movilidad, teletrabajo y hábitos de consumo 126
  - 2.1.2 Empleo 132
  - 2.1.3 Educación 134
  - 2.1.4 Salud 137
  - 2.1.5 Desigualdad 144
- 2.2 El impacto sobre el crecimiento potencial de la economía 147
- 2.3 Sector bancario 152
- 2.4 Finanzas públicas 157
- 2.5 Impacto global 160

**3 Herramientas de las que la economía española dispone para acometer su transformación estructural** 162

- 3.1 Reformas estructurales 162
- 3.2 Estrategia de consolidación presupuestaria 176
- 3.3 El reto de hacer el mejor uso posible del programa NGEU 181
  - 3.3.1 Las características del programa de España 181
  - 3.3.2 Algunas condiciones para la maximización de los efectos favorables de los programas de gasto recogidos en el PRTR 183

**Bibliografía** 196

## Recuadros

- 2.1** La evolución del mercado inmobiliario desde el inicio de la pandemia 203
- 2.2** Los flujos comerciales globales en el contexto de la pandemia 206
- 2.3** El NGEU: una iniciativa que refuerza el proyecto europeo 210
- 2.4** Dualidad y costes de despido: un modelo basado en la acumulación de derechos en fondos individuales de los trabajadores 214

# 3

## LOS EFECTOS DE LA CRISIS DEL COVID-19 SOBRE LOS SECTORES PRODUCTIVOS EN ESPAÑA: IMPLICACIONES ECONÓMICAS Y FINANCIERAS

**1 Introducción** 221

**2 Los riesgos de liquidez a corto plazo  
de los sectores productivos** 222

2.1 Las necesidades de liquidez de las empresas 222  
2.2 La financiación de las necesidades de liquidez 227  
2.3 La situación de liquidez a finales de 2020 232

**3 La vulnerabilidad financiera de las empresas  
a medio y a largo plazo** 234

3.1 La rentabilidad 234  
3.2 La posición patrimonial 236  
3.3 Los riesgos sobre la viabilidad y la solvencia  
empresarial 239

**4 Implicaciones económicas asociadas  
a la vulnerabilidad financiera de las empresas  
y el papel de las políticas económicas** 242

4.1 Implicaciones económicas 242  
4.2 El papel de las políticas económicas 245

**5 El impacto de la vulnerabilidad financiera de  
los sectores productivos sobre las entidades  
de depósito** 248

5.1 La exposición de las entidades de depósito  
a los sectores productivos 248  
5.2 Los efectos sobre los balances y los resultados  
bancarios en 2020 250  
5.3 Perspectivas de la evolución del riesgo  
de crédito 254

**Bibliografía** 258

Recuadros

**3.1** El efecto macroeconómico asociado a los  
problemas de viabilidad y de solvencia de las  
empresas generados por la crisis del COVID-19 260  
**3.2** Medidas de política económica para reforzar  
la solvencia empresarial aprobadas en España  
durante la crisis del COVID-19 262  
**3.3** El funcionamiento del sistema concursal  
y preconcursal en España 264

# 4

## LA DISTRIBUCIÓN ESPACIAL DE LA POBLACIÓN EN ESPAÑA Y SUS IMPLICACIONES ECONÓMICAS

**1 Introducción** 271

**2 La distribución de la población en las áreas rurales  
y urbanas** 272

2.1 El fenómeno de la urbanización en el mundo  
y en España 272  
2.2 El proceso de urbanización en España  
en el período 1950-2018 275  
2.3 Los municipios en riesgo de despoblación  
y el acceso a servicios en zonas rurales 281  
2.4 El efecto tractor de las ciudades sobre el desarrollo  
rural 287

**3 Las dinámicas poblacionales de las ciudades  
españolas y sus causas** 291

3.1 Los flujos migratorios hacia las grandes  
ciudades 291  
3.2 Ventajas y desventajas de las grandes  
ciudades 294  
3.3 La concentración del empleo cualificado  
en las grandes urbes españolas 298

**4 Algunas consideraciones en el ámbito  
de las políticas públicas** 303

**5 Conclusiones** 308

**Bibliografía** 310

Recuadros

**4.1** La distribución espacial de la población en  
España 312  
**4.2** El éxodo rural y la concentración de la actividad  
económica en España 315

Índice de imágenes 319

Publicaciones del Banco de España 321

Siglas, abreviaturas y signos utilizados 322

## ÍNDICE DE CUADROS

- 1.1 Principales macromagnitudes de la economía española 64
- 1.2 Proyección de las principales macromagnitudes de la economía española 91
- 2.1 Principales medidas de política fiscal adoptadas en España 159
- 4.1 Los municipios rurales presentan una serie de características diferenciales, así como un déficit significativo respecto a los municipios urbanos en el acceso a servicios 284
- 4.2 La población urbana ejerce un efecto tractor sobre el crecimiento de las áreas rurales 289

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

- 1.1 La recuperación de la economía mundial va ganando tracción a un ritmo condicionado por la persistencia de la pandemia y con heterogeneidad entre países 51
- 1.2 La velocidad en la salida de la crisis depende del grado de normalización de los patrones de gasto de los agentes y de la recuperación de los sectores más afectados 52
- 1.3 Recuperación en los mercados financieros internacionales 55
- 1.4 El comercio mundial se recupera con fuerza, salvo por los servicios, lo que tiene un mayor impacto negativo en las exportaciones de la UEM 57
- 1.5 La crisis ha acentuado las tendencias desinflacionistas 59
- 1.6 La pandemia de COVID-19 ha supuesto un extraordinario reto de salud pública en España 61
- 1.7 El impacto económico de la crisis sanitaria ha sido de una magnitud sin precedentes en tiempos de paz 63
- 1.8 La notable capacidad de adaptación de los agentes económicos a la pandemia habría permitido mitigar su impacto económico adverso 67
- 1.9 La crisis sanitaria está teniendo un impacto muy heterogéneo a escala sectorial y regional, y entre distintos tipos de empresas y trabajadores 69
- 1.10 Impacto de la crisis del COVID-19 sobre el mercado laboral 71
- 1.11 El impacto de la pandemia sobre el consumo de las familias 72
- 1.12 La caída de la inversión empresarial se habría visto amortiguada por el mantenimiento de unas condiciones de financiación relativamente holgadas 74
- 1.13 La demanda externa neta contribuyó negativamente a la evolución del PIB en 2020 76
- 1.14 Las cuentas públicas sufrieron un deterioro muy significativo en 2020 79
- 1.15 El impacto de la pandemia sobre los precios de consumo ha sido, por el momento, desinflacionista 82

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

1.16 Factores que condicionarán la senda de recuperación del consumo de las familias en los próximos trimestres 86

1.17 El impacto de la crisis sobre el tejido empresarial y el escaso uso de la capacidad instalada podrían limitar la recuperación de la inversión empresarial a corto y a medio plazo 88

1.18 Incertidumbre sobre la senda de recuperación del turismo internacional y la evolución de la base exportadora 90

1.19 Escenarios macroeconómicos para la economía española (2021-2023) 92

1.20 El papel global de la política fiscal en la crisis y en la recuperación está siendo considerable 96

1.21 Las condiciones de financiación de las empresas se mantienen holgadas en la UEM, si bien se ha producido un endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos 98

1.22 Impacto del anuncio del PEPP en marzo de 2020 99

1.23 Diferencias significativas de productividad en las empresas de los sectores especialmente protegidos por los ERTE 103

1.24 Flujos laborales en 2020 tras un trimestre sin trabajar por estar en ERTE, en paro o en inactividad 104

2.1 El teletrabajo sigue aún lejos de su potencial 128

2.2 El comercio *online* seguirá creciendo en el futuro, a partir de una mejora en las habilidades digitales de la población 130

2.3 La pandemia ha originado menores salidas con fines de ocio y cambios en el patrón de sueño 131

2.4 Mayor impacto de la pandemia sobre el empleo de los colectivos de trabajadores más vulnerables 133

2.5 La pandemia no ha acelerado el abandono temprano del sistema educativo 136

2.6 La incidencia de problemas de salud en la población de edad avanzada varía mucho entre países europeos 138

2.7 Porcentaje de individuos de más de 50 años con problemas de salud, por género y nivel educativo 139

2.8 Se detectan deterioros en el nivel de bienestar emocional respecto al nivel prepandemia 142

2.9 Las restricciones y los retrasos en el acceso a la asistencia sanitaria pueden tener consecuencias en la salud a largo plazo 143

2.10 La pandemia parece haber aumentado el nivel de desigualdad de ingresos laborales 146

2.11 La incertidumbre en la renta podría haberse incrementado de forma considerable tras la pandemia 147

2.12 La rentabilidad del sistema bancario español fue negativa en 2020, en parte debido a ajustes extraordinarios 153

2.13 Se requiere una estrategia integral de reformas estructurales para abordar los retos que la economía española debe afrontar en el medio plazo 165

2.14 Sendas simuladas de la deuda pública en el escenario central y bajo ciertos supuestos 178

2.15 Líneas de actuación del NGEU en España, por grandes áreas 182

2.16 Las posibles mejoras en el diseño de los concursos públicos 186

2.17 La Ley de Garantía de Unidad de Mercado, dirigida a mejorar la regulación de numerosos mercados, ha tenido efectos limitados hasta la fecha 190

2.18 Mejoras del diseño de las políticas que incentivan la inversión en I + D + i 193

3.1 El impacto del COVID-19 sobre los ingresos empresariales ha sido intenso, pero muy heterogéneo 224

3.2 La pandemia ha elevado los riesgos de liquidez de las empresas 226

3.3 En 2020, las empresas han cubierto sus necesidades de liquidez recurriendo fundamentalmente a la financiación bancaria 229

3.4 Las líneas de avales públicos han desempeñado un papel muy relevante en la cobertura de las necesidades de liquidez de las empresas 231

3.5 Una parte del aumento de la deuda empresarial se habría destinado a acumular colchones de liquidez por motivos precautorios 233

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

3.6 En 2020 se habría reducido significativamente la rentabilidad de las empresas como consecuencia de la crisis del COVID-19, y a partir de 2021 se recuperaría gradualmente 235

3.7 En 2020 se ha deteriorado la posición financiera de algunas empresas como consecuencia de la crisis del COVID-19. A partir de 2021 se prevé una mejora gradual 238

3.8 La crisis del COVID-19 ha elevado la proporción de empresas con riesgos de inviabilidad e insolvencia 240

3.9 El impacto de la línea de avales COVID-19 en el crecimiento del crédito empresarial fue muy intenso en el primer semestre de 2020, y más limitado en el segundo, con un efecto heterogéneo por sector y tamaño de empresa 249

3.10 La exposición de las entidades de depósito a los sectores muy afectados es relativamente reducida, pero es elevada respecto a los sectores moderadamente afectados y a las pymes 251

3.11 Desde el inicio de la pandemia no ha aumentado el volumen del crédito empresarial dudoso, pero sí el crédito en vigilancia especial, y se observa heterogeneidad en la evolución de los activos problemáticos totales por sector de actividad económica 252

3.12 En 2020 se observa una correlación negativa entre las dotaciones por deterioros del crédito a sociedades no financieras y la rentabilidad del negocio bancario en España, al tiempo que la reducción de los tipos de interés contribuye a una menor generación de ingresos en este segmento 253

3.13 La fuerte contracción del PIB no se ha traducido hasta ahora en un repunte de la morosidad en la cartera de crédito a actividades productivas gracias a las medidas públicas de apoyo, pero, a medio plazo, la morosidad podría repuntar y afectar al capital de los bancos 255

4.1 El elevado porcentaje de población que reside en ciudades en España se enmarca en un contexto de urbanización a nivel global 273

4.2 La concentración de la población en España es mayor que en otros países europeos 274

4.3 El proceso de urbanización en España a lo largo de los setenta últimos años se caracteriza por dos fases diferenciadas 276

4.4 Existe una clara relación positiva entre la renta per cápita y la tasa de urbanización a nivel internacional 277

4.5 El aumento de la tasa de urbanización en España fue muy acusado entre las décadas de los sesenta y los noventa 278

4.6 El proceso de urbanización continuó a partir de la década de los noventa, si bien a un ritmo más lento 279

4.7 Las dinámicas poblacionales durante el éxodo rural determinan en buena medida la evolución reciente 280

4.8 Una parte significativa de los municipios españoles se encuentra en riesgo de despoblación 282

4.9 La incidencia de municipios en riesgo de despoblación en España es muy elevada en el contexto europeo 283

4.10 Las provincias cuya capital es más grande presentan una menor incidencia de municipios en riesgo de despoblación 288

4.11 El efecto tractor de la población urbana sobre las zonas rurales ha sido más intenso en las décadas recientes 290

4.12 Las ciudades españolas son, en promedio, más pequeñas que las europeas 292

4.13 Las migraciones interiores hacia ciudades de mayor tamaño han contribuido a la pérdida de población de las ciudades más pequeñas a lo largo del período 2001-2018 293

4.14 Existen una serie de beneficios asociados al mayor tamaño de las ciudades en términos de productividad, salarios y acceso a servicios 295

4.15 Existen una serie de costes asociados al mayor tamaño de las ciudades en términos de diferentes manifestaciones de la congestión 297

4.16 La prima salarial asociada al tamaño de las ciudades es mayor en los trabajadores cualificados 299

4.17 Las diferencias entre ciudades en el coste de la vida son significativas y condicionan las comparaciones de salarios 300

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

- 4.18 La prima salarial asociada al tamaño de las ciudades se reduce significativamente, o incluso desaparece, cuando se tienen en cuenta las diferencias en el coste de la vida entre ciudades 301
- 4.19 Las ciudades de mayor tamaño presentan migraciones netas negativas de trabajadores menos cualificados 302
- 4.20 La dispersión de la renta laboral ha aumentado desde 2005, tanto dentro de cada ciudad como entre las diferentes ciudades 303

## ÍNDICE DE ESQUEMAS

- 1.1 Principales factores de incertidumbre en el horizonte de previsión 85
- 2.1 Principales retos de la economía española en el medio plazo y palancas fundamentales para abordarlos 124
- 2.2 Algunos efectos de la pandemia con posibles implicaciones duraderas 127
- 2.3 Estrategia integral de reformas estructurales 163
- 2.4 El reto de hacer el mejor uso posible del programa NGEU 183
- 3.1 Vulnerabilidad de los sectores productivos 222

## Presentación del gobernador Pablo Hernández de Cos



Tras un año marcado por el enorme coste en vidas humanas y en términos económicos derivado de la pandemia de COVID-19, el *Informe Anual 2020* del Banco de España se presenta en un contexto caracterizado por el cambio de expectativas que han generado el descubrimiento de las vacunas y su administración progresiva a la ciudadanía, lo que permite vislumbrar una recuperación económica vigorosa a escala global en los próximos trimestres.

Como se ilustra en el capítulo 1, el impacto económico de la crisis en la economía española ha sido de los más intensos entre los países desarrollados. El retroceso del producto alcanzó cotas de dos dígitos en el conjunto de 2020, una magnitud sin precedentes en tiempos de paz. Además, la recuperación se estancó en los dos últimos trimestres, como consecuencia de los rebrotes de la enfermedad y de las medidas de contención aplicadas. El impacto ha sido muy desigual, tanto por sectores (se ha concentrado particularmente en la hostelería, el ocio, el comercio y el transporte) como por geografías (con una mayor caída de la actividad en las provincias insulares y en la costa mediterránea), colectivos de trabajadores (se han visto afectados sobre todo los trabajadores jóvenes, con contratos temporales y rentas bajas) y empresas (las de menor tamaño son las que han sufrido un mayor retroceso en sus cifras de facturación). Y los efectos adversos de la pandemia sobre el nivel de PIB, el empleo y las cuentas públicas pueden perdurar varios años.

En este contexto, la materialización de la recuperación y su intensidad seguirán dependiendo crucialmente de la evolución de la pandemia, lo que incluye la rapidez en la administración de las vacunas y su efectividad ante posibles nuevas variantes del virus. Pero, como se detalla en el capítulo 2 de este Informe, también exigirá la aplicación de unas políticas económicas adecuadas.

La experiencia del último año permite extraer algunas lecciones, siquiera preliminares, que pueden resultar relevantes de cara a afrontar la gestión de la crisis en los próximos trimestres, y también con una perspectiva de medio y largo plazo.

En primer lugar, hay que destacar la importancia de la rapidez y contundencia de la respuesta de la política económica. La magnitud sin precedentes de la perturbación ha tenido una respuesta de política económica también sin precedentes, que ha aliviado los costes de corto plazo, ha evitado escenarios negativos aún más extremos

y permitirá probablemente reducir los daños de medio y largo plazo de la crisis. A escala global, el Fondo Monetario Internacional estima, de hecho, que la caída de la actividad en 2020 podría haber sido tres veces superior sin las medidas aplicadas y, en el mismo sentido, los países en los que la respuesta de política económica ha sido más intensa han tendido a registrar recesiones menos pronunciadas.

La reacción del Banco Central Europeo (BCE) —con la aprobación del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés), que permitió compras de activos equivalentes al 6,7 % del PIB de la eurozona en 2020— y el incremento del déficit público ese mismo año de más de 6,5 puntos de PIB en el área del euro, que incluye el impacto de las medidas discrecionales junto con los estabilizadores automáticos, son una buena ilustración de esa contundencia.

En segundo lugar, ha resultado también crucial el carácter integral de la respuesta, que ha permitido cubrir buena parte de los canales de transmisión de una crisis con características muy específicas, que ha afectado tanto a la oferta como a la demanda.

La política monetaria ha actuado en dos dimensiones principalmente: la compra de activos financieros y la provisión de liquidez a los bancos comerciales, lo que cubría las principales vías de financiación de la economía del área del euro. Por su parte, la política presupuestaria ha desplegado una gran variedad de instrumentos para mitigar los efectos de la crisis sobre los hogares y las empresas, en particular en un contexto en el que, como he señalado, estos efectos están siendo muy heterogéneos. Y la política financiera prudencial ha incorporado medidas que, de un lado, han aumentado la solvencia de las entidades financieras y, de otro, han facilitado la concesión de crédito solvente a la economía.

En tercer lugar, ha sido muy destacable la capacidad de adaptación de la política económica, que le ha permitido acomodarse a la propia evolución de la pandemia y a sus efectos sobre la economía.

Las sucesivas ampliaciones de las medidas de apoyo a las rentas de las familias y empresas más afectadas por la pandemia son un buen ejemplo de esa flexibilidad. Y también lo son las distintas ampliaciones temporales del PEPP del BCE, con un horizonte de compras netas hoy vigente de al menos hasta finales de marzo de

2022, y su diseño, que ha permitido concentrar esas compras en los meses más críticos de la crisis pandémica y en los países que, en cada momento, han estado sometidos a un mayor grado de tensionamiento de sus condiciones de financiación, lo que ha permitido eliminar los riesgos de fragmentación financiera y preservar unas condiciones de financiación favorables para todos los agentes económicos.

En cuarto lugar, hemos de reconocer el papel que ha desempeñado la elevada complementariedad de las medidas aplicadas por las distintas autoridades económicas —monetaria, fiscal y financiera—, cada una en cumplimiento de sus mandatos respectivos.

Las decisiones de política monetaria adoptadas por el BCE han tenido una singular relevancia desde esta perspectiva, dado que han otorgado margen de actuación a las autoridades fiscales para extender y mantener las medidas de apoyo a la economía. Así, las compras netas de activos del PEPP durante 2020 habrían alcanzado un importe equivalente a más del 90 % de las necesidades netas de financiación pública de los países del área del euro ese mismo año (y a casi el 30 % de las necesidades brutas). Esto ha resultado particularmente importante en países como España, que se ha visto especialmente afectada por la crisis del COVID-19 y partía de niveles de déficit y de deuda pública elevados. La actuación del BCE está permitiendo evitar un aumento de los costes de financiación, que, en su caso, habría limitado significativamente la capacidad de las autoridades fiscales nacionales de apoyar la economía.

La complementariedad de las medidas del BCE y de las adoptadas tanto por los Gobiernos nacionales (en particular, los programas de avales públicos a la concesión de crédito) como por las autoridades prudenciales (orientadas a permitir a las entidades financieras el uso de algunos de los colchones de capital acumulados en los últimos años) ha resultado también determinante para mantener la solvencia del sector bancario y facilitar el flujo de financiación a la economía durante la crisis.

En quinto lugar, la crisis ha demostrado que, en un entorno muy globalizado, la acción concertada y coordinada a escala internacional resulta obligatoria. Y esto es particularmente importante en Europa, dado el elevado grado de integración existente. Pues bien, más allá de la respuesta de las políticas nacionales, en esta

ocasión se ha producido también una respuesta común genuinamente europea a la crisis, en la que destaca la creación del fondo de recuperación *Next Generation EU* (NGEU). Se trata de un fondo que introduce importantes elementos para compartir el esfuerzo de la recuperación económica, algunos de ellos sin precedentes, como la emisión a gran escala de deuda pública europea supranacional para financiar reformas e inversiones en los Estados miembros más afectados por la pandemia.

Finalmente, una reflexión adicional necesaria es la relativa a la importancia de mantener en todo momento una posición económica equilibrada y resistente. Las perturbaciones económicas pueden tener orígenes muy distintos. En este caso, ha sido un factor completamente exógeno e inesperado. Pero sus efectos dependen crucialmente de nuestra posición de partida, en términos de corrección de desequilibrios y de capacidad de resistencia. En este sentido, las mejoras en la situación de solvencia del sector bancario o de la posición patrimonial de empresas y familias, tras el proceso de desapalancamiento desarrollado en la última década en España, han permitido capear mejor las consecuencias de la crisis. En sentido contrario, la posición inicial de las finanzas públicas, caracterizada por un elevado endeudamiento y déficit estructural, ha condicionado la capacidad de reacción de la política económica durante la crisis y ha provocado que su impacto genere un aumento significativo de la vulnerabilidad de nuestra economía.

Resulta crucial incorporar estas lecciones a la gestión de la crisis en los próximos trimestres. La expectativa de recuperación es real, pero su rapidez y profundidad están sujetas a una elevada incertidumbre. En el caso de la economía española, las perspectivas en los próximos meses dependen, sobre todo, de tres focos de incertidumbre relacionados con la vacunación, la recuperación del turismo y la fortaleza del consumo de los hogares a partir de la bolsa de ahorro acumulada durante la pandemia. En un horizonte temporal más amplio, se pueden identificar otros dos elementos de incertidumbre significativos, relacionados con la magnitud de la destrucción de tejido productivo y sus posibles consecuencias financieras, y con el grado de utilización y la efectividad de los fondos procedentes del programa de recuperación europeo.

En este contexto, la acción de política económica deberá combinar tres objetivos: mantener el apoyo a la economía en el corto plazo, facilitar los ajustes estructurales

causados por la pandemia y afrontar con decisión los problemas estructurales que limitan nuestra capacidad de crecimiento y la mejora del bienestar de los ciudadanos.

En efecto, el apoyo debe mantenerse hasta que la recuperación sea sólida, dado que una retirada prematura generaría el riesgo de hacer descarrilar la recuperación. Y esto es aplicable tanto a la política monetaria como a la fiscal, que deberán seguir actuando de manera complementaria. También debe mantenerse la flexibilidad en la aplicación de este apoyo, dado que, dependiendo de cómo evolucionen los elementos de incertidumbre mencionados, la recuperación puede moverse desde escenarios muy benignos hasta otros de mayor persistencia y severidad de la crisis.

Asimismo, sigue siendo fundamental la acción concertada global, en particular en un contexto en el que la recuperación será heterogénea por áreas geográficas, lo que exigirá una cierta coordinación en las estrategias de salida de la crisis y, en paralelo, un apoyo a los países más vulnerables. La cooperación internacional resulta particularmente importante tanto para acelerar la producción de las vacunas como para facilitar su distribución asequible y equitativa para todos.

En el caso de la política monetaria, debemos evitar un endurecimiento prematuro de las condiciones de financiación. Para ello, desde el Consejo de Gobierno del BCE ya hemos subrayado que las compras realizadas en el marco del PEPP y su posible extensión se ajustarán para contrarrestar un incremento de los tipos de interés que no vaya acompañado de un retorno de la proyección de inflación a medio plazo a su nivel prepandemia. El aumento del volumen de compras mensuales acordado en marzo de este año tuvo precisamente esta justificación. En este marco, el ritmo de compras que se realizan en el contexto del PEPP se determinará considerando indicadores contemporáneos y prospectivos, no retrospectivos. Concretamente, la valoración conjunta que determinará la fijación del ritmo del PEPP se basará en la situación de las condiciones de financiación en comparación con la senda esperada futura de la inflación.

En el ámbito bancario, las autoridades supervisoras hemos seguido subrayando que el uso de los colchones de capital por parte de las entidades es adecuado para reconocer el deterioro del crédito y seguir proporcionando crédito solvente a familias y a empresas. Las entidades tendrán tiempo suficiente para volver a cumplir con los

requerimientos de capital. El proceso nunca se iniciará antes de que los principales efectos de la pandemia se hayan disipado. En paralelo, dado que la incertidumbre todavía persiste, que el impacto de la pandemia no se ha manifestado plenamente en los balances de las entidades y que estas siguen beneficiándose de diversas medidas de respaldo público, les hemos recomendado que actúen con extrema prudencia en las políticas de distribución de dividendos y de remuneración variable. Al mismo tiempo, las entidades deben mantener una política de anticipación del reconocimiento de deterioros, garantizando que este sea adecuado y oportuno, como establecen las guías supervisoras.

En el caso de la política presupuestaria, el mantenimiento de las medidas de estímulo debe ser compatible con un mayor foco en los sectores, empresas y grupos de trabajadores más afectados, manteniendo también la flexibilidad necesaria para atender a los desafíos creados por esta nueva fase de la crisis.

El capítulo 3 del Informe aborda en profundidad precisamente uno de los desafíos que consideramos más importantes: el relativo a los daños —algunos, posiblemente persistentes— que la crisis está ocasionando sobre el tejido productivo. Los efectos de la crisis sobre el sector corporativo condicionan tanto el vigor con el que la inversión empresarial, el empleo y la actividad se recuperen en el corto plazo como el impacto que la pandemia pueda provocar sobre el crecimiento potencial a largo plazo. En concreto, el cierre de aquellas empresas que están atravesando una situación de dificultad, pero que siguen siendo viables, podría desencadenar la pérdida de empleos y la disrupción de algunas cadenas de producción, lo que redundaría en una evolución menos positiva de la actividad económica. Esta posibilidad representa también un riesgo para el sector bancario y para la estabilidad financiera, especialmente si viniese acompañada, en situaciones extremas, de una oleada de quiebras. Un aumento sustancial de los impagos podría ocasionar que la capacidad de algunas entidades financieras para proporcionar crédito nuevo se viera afectada, generando espirales financieras negativas.

Por lo tanto, sigue siendo imprescindible que las políticas económicas actúen de forma coordinada y suficiente para apoyar a aquellas empresas en dificultades, pero viables. Recientemente se ha aprobado un paquete de ayudas al sector empresarial y a los autónomos. Para que resulte una herramienta útil, es particularmente

relevante su ejecución rápida y homogénea, y que los mecanismos de reparto permitan focalizar selectivamente las ayudas precisamente en las empresas viables, pero con problemas de solvencia. También es necesaria la flexibilidad en el volumen y en el uso de fondos comprometidos, para adaptarse a la propia evolución de la pandemia y a la eventual materialización de los riesgos.

Paralelamente, resulta crucial facilitar el ajuste de la economía a las nuevas realidades surgidas tras la pandemia, como ilustra la profundización en los procesos de digitalización y de teletrabajo en el último año, lo que, en el caso español, necesariamente pasa por permitir el uso de los mecanismos que establece la legislación —en particular, la laboral— para que las empresas realicen estos ajustes. En un contexto en el que la crisis podría acelerar la reasignación de recursos entre sectores y empresas, estos mecanismos de flexibilidad resultan fundamentales. Asimismo, debe mejorarse el funcionamiento de los mecanismos de reestructuración de deudas y de liquidación de empresas, en particular para aquellos proyectos empresariales inviables en el medio plazo, es decir, aquellos para los que se prevén rentabilidades negativas incluso una vez superada la pandemia. Y, a la vez, debe ponerse el énfasis también en las políticas de apoyo y formación a los trabajadores para facilitar la transición y el reciclaje profesional hacia las actividades de futuro.

Pero quizás el mensaje más importante en estos momentos es el relativo a que la gestión de corto plazo de la pandemia debe ahora acompañarse de una acción de política económica destinada a afrontar los retos estructurales, tanto los que se derivan de la pandemia como los existentes previamente. Y este principio debe aplicarse a todas las políticas económicas.

Muchos de los retos estructurales de nuestras economías son globales y exigen una respuesta global. El momento actual es, de hecho, particularmente oportuno para dar un nuevo impulso al multilateralismo —en el que deben desempeñar un papel crucial las instituciones internacionales, coordinadas con las instituciones y los mecanismos de ámbito regional—, con el objetivo no solo de asentar la recuperación económica global, sino también de contrarrestar los retrocesos en materia de desigualdad y de pobreza que se han producido como consecuencia de esta pandemia, y de afrontar de forma conjunta los retos estructurales comunes derivados de los procesos de digitalización y de lucha contra el cambio climático.

Todo ello, sin olvidar la necesidad de reforzar los instrumentos de prevención y de respuesta comunes ante crisis sistémicas como la actual. En este sentido, son loables los acuerdos alcanzados con medidas de alivio de deuda en el marco del G-20 para dar respuesta al impacto de la crisis en las economías de renta baja, pero es necesario lograr ahora un consenso para abordar la situación a la que se enfrentan también los países de renta media (categoría en la que cabe encuadrar a buena parte de los países de la comunidad iberoamericana), que están haciendo frente a esta crisis con un limitado margen de maniobra en sus políticas nacionales.

En relación con la política monetaria, en un entorno de inflación persistentemente por debajo de nuestro objetivo en la última década, estimaciones del denominado «tipo de interés real natural» muy reducidas y generalización de la aplicación de medidas no convencionales, como los programas de compras de activos, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido iniciar una revisión de su estrategia de política monetaria, que finalizará en la segunda mitad de este año.

Otros bancos centrales han realizado revisiones similares en los últimos años. La experiencia de la Reserva Federal de Estados Unidos es, en mi opinión, particularmente importante. La revisión de su estrategia muestra las ventajas de permitir que se supere el objetivo de inflación de forma moderada y temporal en un entorno —como el que ha caracterizado al área del euro en los últimos años— en el que la inflación se sitúa persistentemente por debajo del objetivo y los tipos de interés nominales han alcanzado su límite inferior o están cerca de ese límite.

En nuestro caso, sin embargo, como requisito previo para que la estrategia de permitir que la inflación se eleve por encima de su objetivo sea efectiva, es preciso que exista un objetivo numérico de inflación claro. El objetivo actual del BCE —una tasa de inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2%— no ayuda a este respecto, ya que no señala un objetivo numérico específico que actúe como punto de referencia. Por tanto, la hipotética adopción de una estrategia de estas características tendría que ir acompañada necesariamente por una aclaración del objetivo de inflación del BCE. El establecimiento de una tasa del 2% como objetivo preciso y entendido de manera simétrica sería una buena opción en este sentido.

En todo caso, la experiencia estadounidense permite también ilustrar el papel crucial que desempeña la política fiscal en el contexto actual, y también en relación con los retos que afronta la política monetaria. En este sentido, un estímulo de la demanda agregada impulsado desde el ámbito fiscal ejercería presiones al alza sobre los precios. De forma más sutil, si los paquetes de estímulo fiscal se diseñan adecuadamente, pueden elevar la tasa de crecimiento potencial de la economía y, por tanto, el denominado «tipo de interés real natural». Esto reduciría la brecha existente entre los tipos de interés efectivos y los naturales, lo que proporcionaría un respaldo adicional a la demanda agregada y a la inflación.

Es evidente que las instituciones europeas ya han avanzado sustancialmente en el ámbito fiscal con la puesta en marcha del programa NGEU. Con todo, el NGEU no puede ni debe considerarse el mecanismo de estabilización cíclica que necesita el área del euro como complemento de la política monetaria única del Eurosistema. Un verdadero mecanismo de estabilización macroeconómica debería tener carácter permanente y dotación suficiente, y capacidad impositiva y de endeudamiento.

Esto enlaza con el debate actual sobre la posibilidad de reformar las reglas fiscales de la UE, para alinearlas mejor con las transformaciones económicas estructurales que han tenido lugar desde que se formularon. Las reglas vigentes fueron concebidas para un contexto económico completamente diferente. Por un lado, la caída secular de los tipos de interés a largo plazo hace que se puedan mantener niveles de deuda más elevados sin comprometer las finanzas públicas en el largo plazo, siempre que el crecimiento potencial no se haya reducido en paralelo. Por otro lado, la crisis financiera internacional y la pandemia de COVID-19 han demostrado que los riesgos de cola podrían no ser manejables exclusivamente en el ámbito nacional. De hecho, es posible que la mayoría de los países de mayor tamaño del área del euro, aun siguiendo las reglas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, carezcan del colchón fiscal necesario para enfrentarse a una recesión en la próxima década. Así pues, se hace necesario un nuevo marco en el que las autoridades fiscales nacionales y supranacionales se complementen entre sí. Las autoridades fiscales nacionales deberían coordinarse en torno a los objetivos presupuestarios de medio plazo, con la sostenibilidad de la deuda pública como objetivo principal, y en afrontar perturbaciones asimétricas, mientras que las supranacionales responderían a los eventos de cola y ajustarían la orientación de

la política fiscal a nivel agregado del área del euro para que la política monetaria disponga de más margen. También existe una necesidad de simplificar el marco actual y de mejorar su, hasta ahora, escasa capacidad para lograr que los países acumulen colchones fiscales en época de bonanza que puedan utilizarse en crisis futuras.

Y, por supuesto, no podemos olvidar que seguimos sin contar con una unión bancaria completa, lo que exigiría la aprobación de un fondo de garantía de depósitos común y plenamente mutualizado, y que los mercados de capitales en Europa se mantienen poco desarrollados e integrados, lo que motiva la necesidad de avanzar con determinación en la aprobación de las medidas incluidas en el proyecto de unión de los mercados de capitales.

Desde el punto de vista puramente nacional, las perspectivas de medio plazo de la economía española están condicionadas no solo por la duración de la crisis sanitaria actual, sino también por una serie de retos estructurales de una elevada trascendencia. La economía española se enfrentaba, incluso antes de la pandemia, a la necesidad de elevar su potencial de crecimiento, de corregir ciertas disfuncionalidades existentes en varios mercados de bienes y factores (siendo especialmente relevantes las relativas al mercado laboral), de reforzar la sostenibilidad de las cuentas públicas, y de abordar los importantes retos relacionados con el envejecimiento de la población, la desigualdad y el cambio climático.

La crisis económica inducida por el coronavirus ha aumentado la envergadura de algunos de estos retos. En concreto, ha puesto de relieve algunas de las principales deficiencias de nuestro mercado de trabajo, que hacen recaer el grueso del ajuste durante las recesiones en los colectivos de trabajadores más vulnerables. Las medidas de política fiscal en respuesta a los desafíos planteados por la crisis han provocado un profundo deterioro en las cuentas públicas, que ya partían de una situación de elevada vulnerabilidad antes de la pandemia. Además, la crisis podría también afectar negativamente a la capacidad de crecimiento de algunos sectores económicos y aumentar los niveles de desigualdad.

En este contexto, la profunda transformación estructural que necesita la economía española exige el diseño de una estrategia integral. Para ello, deben considerarse

tres palancas fundamentales: el diseño y la aprobación de una agenda ambiciosa de reformas estructurales, la implementación de aquellos proyectos de inversión pública con mayor capacidad tractora a largo plazo en el marco del programa NGEU, y la definición y la ejecución de un plan presupuestario plurianual que permita recuperar los márgenes de actuación fiscal una vez superada la crisis actual.

En primer lugar, es preciso definir e implementar sin demora una estrategia integral de reformas estructurales. En particular, para aumentar la productividad sería conveniente desplegar políticas que estimulen la acumulación de capital humano y tecnológico, ámbitos en los que España presenta carencias sin paliativos respecto al resto de los países de nuestro entorno. El sistema educativo es evidentemente una palanca fundamental para lograr este objetivo. Por otro lado, reducir la elevada dualidad entre trabajadores temporales e indefinidos permitiría disminuir algunas de las principales deficiencias estructurales del mercado de trabajo español y mitigar los elevados niveles de desigualdad. Asimismo, debe abordarse el reto del envejecimiento poblacional y sus implicaciones sobre la sostenibilidad financiera del sistema público de pensiones. Por otra parte, avanzar hacia un modelo de crecimiento más sostenible exigirá una profunda transformación económica y tecnológica para mitigar los efectos del cambio climático, buscando el mayor grado posible de coordinación internacional.

La mejora de la productividad y del funcionamiento del mercado de trabajo generará beneficios en términos de reducción de los elevados niveles de desigualdad existentes. No obstante, la evolución reciente de la desigualdad en nuestro país tiene distintas dimensiones, que exigen también diferentes instrumentos para abordarlas. En particular, se hacen necesarias una evaluación permanente de la efectividad del programa de ingreso mínimo vital y la aprobación de medidas destinadas a aumentar la oferta de vivienda en alquiler. Pero las elevadas disparidades en las dinámicas demográficas de las distintas áreas geográficas de nuestro país también han ido ganando espacio en el debate público. El capítulo 4 del Informe aborda estas cuestiones. En particular, dada la presencia de un gran número de municipios en riesgo de desaparición, es importante considerar tanto políticas de mitigación de la despoblación —que persiguen frenar el declive demográfico y fomentar el desarrollo a medio plazo de las zonas rurales— como políticas de adaptación a la despoblación

—cuyo objetivo es el mantenimiento de un nivel mínimo de servicios que garantice el bienestar de los habitantes del mundo rural—. En cualquier caso, resulta imprescindible evaluar la eficacia y la eficiencia de las políticas en este ámbito para favorecer el mejor diseño posible, siempre desde una perspectiva integral y con vocación de largo plazo.

En segundo lugar, el programa europeo NGEU supone, por su elevada cuantía y por su enfoque estructural, una oportunidad única para impulsar la transformación de la economía española, especialmente en los ámbitos digital y medioambiental. Sin embargo, maximizar el efecto de este programa sobre el crecimiento económico a largo plazo también plantea retos de calado que no se deben subestimar. Por un lado, la selección de los proyectos debería descansar sobre un esquema apropiado de procedimientos públicos de contratación y sobre un diseño adecuado de las metodologías para la evaluación de las distintas iniciativas. Por otro, como subrayaba con anterioridad, se debe asegurar que no existen obstáculos en nuestro marco institucional que dificulten el proceso de reasignación de recursos entre empresas y sectores que requeriría el eventual cambio estructural en la economía. Por último, a fin de favorecer la implantación de algunas reformas estructurales, parte de los recursos del programa NGEU podrían emplearse para mitigar los costes que dichas reformas pudieran acarrear para algunos colectivos en el corto plazo, en pos de los beneficios que generarían para el conjunto de la sociedad en el medio y largo plazo. El capítulo 2 del Informe contiene un ejemplo concreto de un mecanismo diseñado para reducir la dualidad en el mercado laboral y favorecer la movilidad de los trabajadores, cuya implementación, precisamente, podría verse favorecida mediante la utilización de fondos europeos para cubrir parte de los costes de su puesta en marcha.

En tercer lugar, una vez que se asiente la recuperación en curso, es imprescindible reconstruir los márgenes de actuación fiscal y reducir la vulnerabilidad financiera y macroeconómica derivada de unos niveles de endeudamiento público persistentemente elevados. El incremento del endeudamiento, junto con el elevado déficit público estructural, hace a la economía española más vulnerable ante posibles cambios en las condiciones de financiación y en el sentimiento de los inversores, que podrían trasladarse al resto de los agentes económicos. Un diseño temprano de esta necesaria estrategia de consolidación fiscal tendría indudables ventajas en

términos de mejora de la credibilidad de nuestra política económica. Para ello es fundamental revisar integralmente el sistema impositivo español y el grado de eficiencia de todas las partidas de gasto público.

Finalmente, en el ámbito bancario, la crisis del COVID-19 ha puesto de manifiesto la importancia de disponer de un sector con colchones suficientes para absorber riesgos inesperados. De cara al futuro, deberemos asegurarnos de que la resistencia del sector bancario se mantiene en relación con posibles nuevos riesgos que emergan.

En este sentido, como presidente del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, tengo que subrayar que queda pendiente la implementación plena y a tiempo de las reformas globales de Basilea III, con la que todos los miembros del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, incluidos los europeos, se han comprometido. El objetivo es homogeneizar el cálculo de los activos ponderados por riesgo entre entidades. Para conseguirlo, un elemento clave es el llamado *output floor*, mediante el cual se establece un suelo a las minoraciones que los bancos pueden obtener con el uso de modelos internos para calcular los requisitos mínimos de capital con respecto al método estándar. Este objetivo sigue plenamente vigente.

Por su parte, el Banco de España presentó en febrero de este año a consulta pública un proyecto de modificación de la Circular 2/2016, sobre supervisión y solvencia de entidades de crédito, con objeto de hacer operativos los nuevos instrumentos macroprudenciales recientemente conferidos en la legislación nacional. Estos permitirán al Banco de España establecer un requerimiento de colchón de capital anticíclico en sectores específicos, límites a la concentración sectorial del crédito en relación con el capital bancario y requisitos a los criterios de concesión de crédito (por ejemplo, en cuanto al tamaño del préstamo sobre el valor de las garantías). La implementación plena de Basilea III y las nuevas herramientas a disposición del Banco de España mejorarán la capacidad de actuar ante posibles episodios de crecimiento excesivo o inadecuado del crédito en el futuro.

Más allá de estas mejoras, sería adecuado reflexionar sobre nuestra arquitectura financiera institucional. Tras la pasada crisis financiera internacional, algunos países han modificado sus modelos: en general, hacia otros más integrados y con un mayor papel de los bancos centrales. Entre estos, la separación de las responsabilidades

de preservación de la solidez patrimonial de todas las entidades financieras con independencia de su naturaleza (bancaria, de seguros, valores, etc.) y de la vigilancia de la conducta en sus relaciones con sus clientes, y su asignación a autoridades diferenciadas (al Banco de España y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, respectivamente), representa, en mi opinión, un esquema institucional óptimo para gestionar los posibles conflictos entre ambas responsabilidades y para mejorar la eficiencia y la eficacia de la actividad supervisora.

Por otra parte, será importante para el sector bancario dar respuesta a los nuevos riesgos que emergen en un horizonte temporal más amplio, como el cambio climático o la digitalización. En este ámbito, resulta crucial que el sector incorpore los riesgos asociados al cambio climático —tanto los físicos como los de transición— en sus procesos de toma de decisiones. La intervención de las autoridades fiscales y ambientales debe facilitar una transición energética ordenada y predecible, mitigando los riesgos con un elevado impacto en la estabilidad financiera. Los supervisores financieros hemos de garantizar que las entidades valoran correctamente estos riesgos y los incorporan en su gestión, así como favorecer el desarrollo de estándares de información y bases de datos adecuadas para su medición.

En cuanto a los riesgos derivados de los nuevos desarrollos tecnológicos, además de los asociados a los ciberataques, cabe destacar la posibilidad de que la creciente competencia de las compañías tecnológicas (*bigtech*) pueda convertirse en una vía potencialmente disruptiva. Será necesario que las diferentes autoridades prudenciales y regulatorias adopten una postura proactiva para cuestionarse el perímetro regulatorio, de forma que se garantice la máxima de «misma actividad, mismos riesgos, mismas reglas». Asimismo, la competencia tecnológica podría ejercer una presión adicional sobre la rentabilidad del sector, debilitada por el impacto de la pandemia, por lo que resulta fundamental que las entidades sigan profundizando en las ganancias de eficiencia, reduciendo costes y utilizando más intensivamente las nuevas tecnologías.

Y también los bancos centrales y los supervisores financieros debemos adaptarnos a los riesgos y a las oportunidades que ofrecen las nuevas tecnologías. Así, en el Eurosistema estamos en el proceso de fijar los objetivos y los plazos para un eventual

proyecto de euro digital, que se concibe como una herramienta para estimular la innovación y actuar como catalizador de la competitividad y del crecimiento. Asimismo, constituiría un apoyo esencial para salvaguardar nuestra soberanía monetaria y podría, además, incrementar el papel exterior de nuestra divisa y, por extensión, la capacidad de influencia más allá de nuestras fronteras. Es un enfoque ambicioso, que obliga a abordar el diseño del euro digital con una mentalidad abierta, al tiempo que se adoptan las cautelas necesarias para garantizar que todas las dimensiones relevantes (como la estabilidad financiera, la política monetaria o la configuración y el papel de la industria financiera, que tan importantes son para la sociedad y, por supuesto, para un banco central) se tienen en cuenta adecuadamente.

A escala nacional, la puesta en marcha del *sandbox* financiero como espacio controlado de pruebas debería servir de catalizador para el desarrollo de soluciones financieras innovadoras que den respuesta a las nuevas demandas de los clientes, a la vez que ofrece una oportunidad única a los reguladores y a los supervisores de comprender mejor los nuevos modelos de negocio y los riesgos que puedan acarrear, para poder darles así una respuesta regulatoria o supervisora más proporcionada y adecuada a estos.

Finalizo esta presentación reiterando uno de los principales mensajes que he querido trasladar a la sociedad española desde el inicio de esta crisis sin precedentes. Los retos de la economía española son de carácter estructural y los retos estructurales exigen respuestas estructurales. El diseño y la implementación de esta respuesta deberán estar basadas en consensos amplios, para que puedan tener vocación de permanencia y resulten creíbles. Un consenso que debe ser compatible con la ambición y la urgencia que exige afrontar con éxito los enormes retos de nuestra economía.

**Pablo Hernández de Cos**  
Gobernador del Banco de España

Presentación del *Informe Anual 2020*.

13 de mayo de 2021.



## Informe Anual en breve

<b>La actividad a escala global y en el área del euro</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• La pandemia ha provocado una crisis sanitaria, social y económica a escala global sin precedentes en tiempos modernos.</li><li>• La actividad económica mundial se contrajo abruptamente en el primer semestre de 2020 debido a los confinamientos estrictos. Desde entonces, se ha recuperado de forma incompleta, con un perfil volátil, condicionado por la aparición de nuevos brotes de la enfermedad y por las medidas de contención adoptadas.</li><li>• Las medidas extraordinarias de política económica (monetarias, fiscales y financieras) han permitido mitigar el impacto de la crisis y apoyar la recuperación. Tras la primera ola de la pandemia, las restricciones introducidas para contener la expansión del virus han ido focalizándose cada vez más en las actividades especialmente expuestas a la interacción social, lo que ha contribuido a reducir su impacto económico.</li><li>• La evolución económica ha sido heterogénea entre países. En las principales economías mundiales, la caída del producto en 2020 fue del 3,5% en Estados Unidos y del 6,7% en el área del euro, mientras que el PIB se expandió un 2,3% en China. Entre las economías emergentes, el impacto fue especialmente severo en América Latina, con una disminución del PIB del 7%.</li><li>• La asimetría en la evolución económica se aprecia asimismo dentro del área del euro, con resultados comparativamente más desfavorables en Francia, Italia y España.</li><li>• El dinamismo del comercio internacional de bienes, que se ha recuperado rápidamente de las disrupciones observadas en la primera mitad de 2020, está constituyendo una palanca relevante para la salida de la crisis. Los flujos turísticos internacionales, en cambio, han seguido fuertemente lastrados por las restricciones a la movilidad.</li></ul>
<b>La actividad en España: el impacto de la crisis</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Nuestro país ha sido uno de los que han sufrido con mayor intensidad la pandemia, particularmente en su primera ola.</li><li>• El PIB se contrajo un 10,8% en el promedio de 2020. En el primer trimestre de 2021 aún se situaba un 9,4% por debajo del nivel de finales de 2019. La evolución del PIB español tras el comienzo de la pandemia es una de las más desfavorables entre las economías avanzadas.</li><li>• La heterogeneidad del impacto del COVID-19 por sectores es muy elevada. Los efectos han sido más pronunciados en las actividades sujetas a un mayor grado de interacción social. Así, el valor añadido bruto de las ramas de comercio, transporte y hostelería, así como de actividades artísticas y recreativas, se situaba, en el primer trimestre de 2021, un 21,3% y un 32,8% por debajo de su nivel precrisis, respectivamente.</li><li>• La crisis también presenta una elevada disparidad en otras dimensiones. En primer lugar, el impacto sobre las pymes y los trabajadores autónomos es mayor que sobre las empresas grandes. Desde la perspectiva geográfica, las provincias insulares y las del arco mediterráneo han sido las más afectadas. Por último, el deterioro del mercado de trabajo ha impactado en mayor medida en los asalariados con contrato temporal, más jóvenes y con rentas más bajas.</li><li>• Todos los componentes de la demanda interna, salvo el consumo público, experimentaron fuertes retrocesos en 2020. El consumo de las familias descendió un 12,4%. La contracción de la inversión empresarial, de magnitud similar, fue, no obstante, menor de lo que cabría esperar, dado el tamaño de la caída del PIB.</li><li>• La demanda externa contribuyó en 2 puntos porcentuales (pp) a la caída del PIB en 2020. En términos nominales, los ingresos asociados al turismo extranjero cayeron un 75,9%. Como consecuencia, la capacidad de financiación de la economía española se redujo 1,4 pp, hasta el 1,1% del PIB.</li><li>• Las cuentas públicas sufrieron un deterioro muy significativo el pasado año. En 2020, el déficit de las AAPP aumentó 8,1 pp, hasta el 11% del PIB, y la deuda pública, 24,5 pp, hasta el 120% del PIB. En torno al 85% del aumento del gasto público estuvo relacionado con la pandemia.</li><li>• El impacto del COVID-19 sobre los precios de consumo ha sido, por el momento, netamente desinflacionista. A comienzos de 2021, la inflación ha aumentado de forma previsiblemente temporal, debido a los precios energéticos, aunque también el componente subyacente ha mostrado un pequeño repunte.</li></ul>

**La actividad en España: fuentes de incertidumbre y perspectivas de crecimiento**

- El avance del proceso de vacunación y la mejora del entorno exterior han reducido los riesgos que rodean las perspectivas económicas.
- No obstante, se mantienen activas otras fuentes de incertidumbre, como el grado de ejecución y los efectos del programa europeo *Next Generation EU* (NGEU), la capacidad de adaptación de las políticas económicas a las circunstancias cambiantes de la crisis y la magnitud de las secuelas que la pandemia pueda dejar sobre el tejido productivo y el mercado laboral.
- La evolución económica de los próximos trimestres se verá adicionalmente influida por el ritmo al que se reducirá la bolsa de ahorro acumulada por las familias españolas en 2020 y por la senda de reactivación del turismo internacional.
- Las proyecciones más recientes del Banco de España, de marzo de 2021, apuntan a una recuperación relativamente robusta a partir de la segunda mitad del año. Sin embargo, el impacto de la crisis sanitaria sobre el nivel del PIB, el empleo y las cuentas públicas será relativamente persistente. Así, por ejemplo, el nivel del PIB de finales de 2019 no se recuperaría, en el escenario central, hasta 2023.

**PRINCIPALES FACTORES DE INCERTIDUMBRE EN EL HORIZONTE DE PREVISIÓN**



FUENTE: Banco de España.

## Las políticas económicas a corto plazo

- La persistencia de la crisis está llevando al mantenimiento o extensión de las medidas de política económica desplegadas inicialmente, en un contexto en el que es esencial evitar una retirada prematura de los apoyos.
- En el ámbito prudencial, las autoridades internacionales han mantenido las recomendaciones que pusieron en marcha al comienzo de la pandemia sobre la liberación de los colchones de capital y de liquidez de las instituciones de crédito.
- La respuesta del Banco Central Europeo ha resultado determinante para asegurar unas condiciones de financiación favorables en el área del euro y evitar la fragmentación financiera de la región, para lo que la flexibilidad del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) está siendo un factor clave. El PEPP ha proporcionado margen a las autoridades fiscales para ampliar y mantener las medidas de apoyo a la economía.
- La fragilidad que aún caracteriza el proceso de recuperación económica y las dinámicas de precios en la Unión Económica y Monetaria recomienda el mantenimiento de una política monetaria muy acomodaticia en los próximos trimestres.
- En el ámbito nacional, la respuesta de política económica también fue rápida y decidida en la fase inicial de la pandemia. Las autoridades españolas dotaron de mayores recursos al sistema sanitario y pusieron en marcha una batería de medidas dirigidas a proteger las rentas laborales, apoyar a los hogares más vulnerables y proveer de liquidez a las empresas.
- Los programas de avales públicos del Instituto de Crédito Oficial (ICO) fueron, al inicio de la crisis, eficaces para facilitar la financiación de las necesidades de liquidez de los autónomos y de las empresas, especialmente de las de menor tamaño. Con posterioridad, el desplazamiento del foco de preocupación hacia los problemas de viabilidad y de solvencia empresarial ha llevado a la aprobación, en marzo de 2021, de un nuevo paquete de ayudas.
- Los expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE) han sido un mecanismo fundamental para proteger las rentas laborales y mitigar el incremento de la tasa de paro. De cara al futuro, los ERTE han de seguir adaptándose a la evolución de la coyuntura económica y sanitaria, para lo cual se precisa de una configuración crecientemente focalizada que facilite la necesaria reasignación del empleo hacia las empresas y los sectores más productivos.

Principales retos en el medio plazo y palancas para una transformación estructural	<ul style="list-style-type: none"><li>• Las perspectivas de la economía española en el medio y largo plazo están condicionadas no solo por la superación de la crisis sanitaria actual, sino también por una serie de retos estructurales de una elevada trascendencia.</li><li>• Entre los retos anteriores a la pandemia, se incluyen la necesidad de elevar el potencial de crecimiento, corregir las disfuncionalidades en varios mercados de bienes y factores, reforzar la sostenibilidad de las cuentas públicas, y abordar los importantes desafíos vinculados al envejecimiento de la población, la desigualdad y el cambio climático.</li><li>• La pandemia ha aumentado la envergadura de algunos de estos retos y ha planteado también otros nuevos. En particular, esta crisis ha inducido ciertos cambios en los patrones de comportamiento de los hogares y de las empresas, muchos de ellos vinculados a una mayor digitalización de la actividad económica. Asimismo, las disruptivas observadas en el comercio internacional en las fases iniciales de la pandemia podrían dar lugar a algunas transformaciones relevantes en el proceso de globalización de los flujos comerciales.</li><li>• La economía española dispone de tres grandes palancas para afrontar estos desafíos:<ul style="list-style-type: none"><li>— El diseño y la aprobación de una agenda ambiciosa de reformas estructurales.</li><li>— La definición y la ejecución de un plan de consolidación presupuestaria plurianual, una vez superada la crisis actual.</li><li>— El programa de recuperación europeo NGEU.</li></ul></li></ul>
--	---

## PRINCIPALES RETOS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN EL MEDIO PLAZO Y PALANCAS FUNDAMENTALES PARA ABORDARLOS



**FUENTE:** Banco de España.

### Impacto sobre los hogares

- Cambios en los patrones de las actividades diarias de los hogares: movilidad, teletrabajo y hábitos de consumo
  - Desde el inicio de la pandemia, se ha observado un cambio en la movilidad de la población española, que ha disminuido durante las horas laborables, gracias al incremento del teletrabajo.
  - El aumento del teletrabajo podría afectar a la recuperación de la demanda de determinados productos, sobre todo en las grandes ciudades (véase recuadro 2.1).
  - No obstante, la demografía española (con ciudades relativamente pequeñas), el reducido tamaño empresarial, el alto grado de temporalidad y el menor nivel de inversión en activos intangibles son elementos que podrían limitar el crecimiento del teletrabajo en nuestro país.
  - La crisis actual ha impulsado el comercio *online*, modalidad que previsiblemente seguirá creciendo en el futuro con la mejora de las habilidades digitales de la población. Cabe esperar que este desarrollo favorezca la competencia entre empresas y aumente la demanda de las más competitivas.
- Empleo
  - El impacto negativo de la pandemia sobre el empleo está siendo especialmente intenso en el colectivo de trabajadores más vulnerables (asalariados temporales, jóvenes y empleados con bajo nivel de formación). Si estas dinámicas se mantuvieran durante un período prolongado, podrían tener implicaciones adversas tanto para la evolución de la desigualdad como para la capacidad de crecimiento potencial.
  - La pandemia puede acelerar el proceso de automatización de ciertas ocupaciones y la necesidad de reasignación de trabajadores hacia otras tareas. Este proceso de reasignación podría afectar especialmente a ocupaciones que ahora desarrollan sobre todo mujeres y colectivos con bajo nivel de formación.
- Educación
  - Los cierres de centros de enseñanza y universidades durante el último trimestre escolar de 2020 provocaron que la enseñanza reglada se desarrollara en los domicilios, apoyada por medios digitales. Este cambio en el método de enseñanza podría haber tenido efectos adversos en los resultados académicos a corto plazo, sobre todo en los colectivos más desfavorecidos.
  - No obstante, la pandemia no parece haber acelerado, hasta el momento, el abandono temprano del sistema educativo reglado en España.
- Salud
  - La incidencia de problemas de salud en la población de edad avanzada varía mucho entre países europeos desde antes del estallido de la pandemia. Estos problemas son más prevalentes en mujeres y en personas de menor nivel educativo.
  - Con la pandemia, la incidencia de problemas de salud mental ha aumentado de forma generalizada en todos los grupos de población, debido, principalmente, a la incertidumbre sobre el futuro.
  - En algunos países europeos, la pandemia ha dado lugar a restricciones y a retrasos considerables en el acceso a la asistencia sanitaria, con posibles consecuencias para la salud de la población a largo plazo.
- Desigualdad
  - Tras varios años de descenso de la desigualdad de los ingresos laborales, gracias al comportamiento favorable del empleo durante la última fase expansiva, la irrupción de la pandemia habría provocado un nuevo incremento de esta forma de desigualdad.
  - La crisis sanitaria también habría aumentado la incertidumbre sobre la renta futura, lo que afecta especialmente a los más jóvenes, a los trabajadores con contratos temporales y a las personas con bajos ingresos.

### Impacto sobre el crecimiento potencial de la economía

- La magnitud y la persistencia de los efectos de la pandemia sobre el producto potencial dependerán crucialmente de la duración de la perturbación.

- La naturaleza de los empleos perdidos con la crisis sugiere que esta podría tener un efecto adverso sobre la contribución del factor trabajo al producto potencial, a través de un aumento del desempleo estructural.
- Asimismo, cabe esperar que los efectos de la pandemia sobre el stock de capital a largo plazo sean predominantemente negativos, si bien algunas políticas públicas contribuirán a preservar y a modernizar el capital productivo de la economía española.
- La crisis puede afectar a la productividad total de los factores de muchas maneras, pero su efecto neto es incierto. Por un lado, la pandemia habría acelerado el proceso de adopción de nuevas tecnologías, y los proyectos asociados al NGEU deberían traducirse también en ganancias de productividad. Por otro, un hipotético freno al comercio internacional podría afectar negativamente a la productividad.

#### **Sector bancario**

- La crisis económica ocasionada por la pandemia de COVID-19 y algunos ajustes extraordinarios llevaron la rentabilidad del sistema bancario español a terreno negativo en 2020, si bien las ratios medias de solvencia aumentaron.
- En su conjunto, las medidas prudenciales y contables adoptadas por las diversas autoridades financieras habrían contribuido a mantener en 2020 el dinamismo del flujo de crédito al sector privado. En efecto, el crédito bancario al sector privado no financiero en España volvió a crecer en 2020, tras más de una década de progresivo desapalancamiento.
- El riesgo de crédito representa uno de los mayores retos del sistema bancario en los próximos años. A más largo plazo, los retos claves para las entidades de depósito serán el entorno de bajos tipos de interés, el proceso de digitalización de la economía y el cambio climático.

#### **Finanzas públicas**

- Antes del estallido de la pandemia de COVID-19, la economía española había conseguido restablecer solo parcialmente sus márgenes de actuación fiscal, muy deteriorados tras la crisis financiera global y la de deuda soberana europea.
- Desde el comienzo de la crisis sanitaria, la política fiscal ha mantenido un tono claramente expansivo. En particular, se estima que las medidas aprobadas en 2020 tuvieron un impacto de alrededor de 4,5 puntos porcentuales del PIB sobre el saldo de las cuentas públicas.
- En 2021, el tono de la política fiscal seguirá siendo expansivo, lo que contribuirá a apuntalar la senda de recuperación —todavía frágil— de la economía española.
- Como consecuencia de la crisis, ha aumentado la vulnerabilidad de las finanzas públicas y se han reducido los márgenes de actuación de la política fiscal, por lo que resulta crucial abordar un proceso de consolidación presupuestaria una vez que se asiente la recuperación.

#### **Impacto global**

- La pandemia ha provocado ciertas disrupciones en el comercio global, que podrían enmarcarse en un proceso ya existente anteriormente en el que se otorga una importancia creciente a las consideraciones nacionales en la solución de problemas multilaterales y también se cuestiona parcialmente el marco internacional basado en las reglas de la Organización Mundial del Comercio (véase recuadro 2.2).
- Un marco de reglas multilaterales compartidas es esencial para afrontar los retos de largo plazo a los que se enfrentan las economías nacionales.
- En este contexto, la autonomía estratégica abierta de la Unión Europea se plantea como un marco de coordinación de un conjunto amplio de políticas para impulsar su proyección exterior, apostando por la apertura comercial y el multilateralismo, y reforzando la resiliencia económica y financiera de la región.

---

## ALGUNOS EFECTOS DE LA PANDEMIA CON POSIBLES IMPLICACIONES DURADERAS

 <b>HOGARES</b>	 <b>CRECIMIENTO POTENCIAL</b>	 <b>SECTOR BANCARIO</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>- La crisis sanitaria ha generado efectos sobre la movilidad y los hábitos de consumo de los hogares, que podrían tener implicaciones duraderas sobre la actividad económica.</li><li>- A pesar del reciente incremento de esta modalidad de trabajo, algunos factores estructurales podrían limitar el crecimiento futuro del teletrabajo en nuestro país.</li><li>- La pandemia también ha generado nuevos retos asociados al retraso en la asistencia sanitaria, los problemas de salud mental, el aumento de la desigualdad y la incertidumbre de los ingresos.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- La magnitud y la persistencia de los efectos de la pandemia sobre el producto potencial dependerán de la duración de la perturbación.</li><li>- Cabe esperar un posible impacto negativo a través de un aumento del desempleo estructural y de una reducción del stock de capital.</li><li>- El efecto de la pandemia sobre la productividad de largo plazo es todavía incierto.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- La rentabilidad del sistema bancario español entró en terreno negativo en 2020, si bien las ratios medias de solvencia aumentaron ligeramente.</li><li>- Las medidas prudenciales y contables habrían contribuido al dinamismo del crédito al sector privado, que volvió a crecer en 2020.</li><li>- El riesgo de crédito se presenta como uno de los mayores retos del sistema bancario en los próximos años.</li></ul>
 <b>FINANZAS PÚBLICAS</b>	 <b>IMPACTO GLOBAL</b>	
<ul style="list-style-type: none"><li>- Desde el comienzo de la crisis sanitaria, la política fiscal ha mantenido un tono claramente expansivo, lo que ha permitido mitigar los efectos económicos adversos de la pandemia.</li><li>- No obstante, como consecuencia de la crisis, la vulnerabilidad de las finanzas públicas ha aumentado y se han reducido los márgenes de actuación futura de la política fiscal.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- La pandemia ha provocado ciertas disruptivas en el comercio global, que podrían ampliar algunas tendencias previas de cuestionamiento del marco multilateral.</li><li>- En este contexto, la Autonomía Estratégica Abierta de la UE busca impulsar la proyección exterior de la región, apostando por la apertura comercial y el multilateralismo, y reforzando, al mismo tiempo, la resiliencia económica y financiera de la UE.</li></ul>	

FUENTE: Banco de España.

<b>Herramientas de las que la economía española dispone para acometer su transformación estructural</b>	<b>Reformas estructurales</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Los retos que la economía española debe afrontar en los próximos años son de una gran envergadura y están estrechamente relacionados entre sí, por lo que abordarlos exige una estrategia integral de reformas estructurales ambiciosas con vocación de permanencia.</li><li>• Dentro de esta estrategia global de crecimiento, destacan algunas líneas de actuación fundamentales. En particular, para aumentar la productividad sería conveniente desplegar políticas que favorezcan el crecimiento empresarial y estimulen la acumulación de capital humano y tecnológico.</li><li>• Por su parte, en el mercado de trabajo español se debe corregir la elevada dualidad entre trabajadores temporales e indefinidos, y se han de revisar en profundidad las políticas activas de empleo.</li><li>• Asimismo, las numerosas implicaciones económicas del envejecimiento poblacional deberían abordarse mediante actuaciones decididas en múltiples ámbitos; por ejemplo, promoviendo la prolongación de la vida laboral de los trabajadores de mayor edad y analizando las razones de la baja tasa de fecundidad en España.</li></ul>
---	--

- También resulta indispensable reforzar la sostenibilidad financiera del sistema público de pensiones, a partir de una valoración, en la esfera política, del nivel de prestaciones que debe proveer el sistema y de los recursos necesarios para financiarlas.
- Por otra parte, para mitigar los efectos adversos de unos elevados niveles de desigualdad son necesarios el despliegue y la evaluación continua de actuaciones públicas en dimensiones muy diversas. Entre otras, abarcarían reformas regulatorias en el mercado laboral y en el sistema educativo, actuaciones fiscales diversas en materia de transferencias e impuestos, además de medidas para fomentar un incremento sostenido de la oferta de vivienda en alquiler.
- Avanzar hacia un modelo de crecimiento más sostenible y mitigar los efectos del cambio climático exigirán una transformación económica, social y tecnológica, tanto en España como a escala global. Resulta imprescindible que se evalúen rigurosamente las múltiples implicaciones asociadas a cualquier iniciativa de política económica que se adopte en este ámbito, y que se persiga el mayor grado posible de coordinación internacional.

#### ***Estrategia de consolidación presupuestaria***

- El necesario tono expansivo de la política fiscal durante la crisis actual debería dar paso, una vez que se asiente la recuperación, a un proceso de saneamiento de las cuentas públicas que permita reconstruir los márgenes de actuación fiscal frente a crisis futuras.
- Corregir el desequilibrio estructural que presentan las finanzas públicas exigirá un compromiso firme y un esfuerzo mantenido en el tiempo.
- Para reforzar la credibilidad del proceso de consolidación fiscal serían deseables una definición y una comunicación tempranas de sus principales detalles.
- La efectividad y la credibilidad del plan de reequilibrio presupuestario también se verían potenciadas si este fuera acompañado de la implementación de un paquete ambicioso de reformas estructurales e involucrara a todas las Administraciones Públicas.
- La decisión sobre cómo distribuir el ajuste fiscal entre las distintas partidas presupuestarias debería estar basada en una revisión integral de todos los capítulos de gastos e ingresos públicos y en un análisis riguroso de las implicaciones de cualquier actuación fiscal en términos de eficiencia económica y equidad.
- Por el lado del gasto, es necesario priorizar los usos de los recursos públicos e incrementar su eficiencia.
- Por el lado de los ingresos, sería conveniente revisar íntegramente nuestro sistema tributario para conseguir que la recaudación fiscal sea suficiente para financiar el nivel de gasto que se pretende acometer.

#### ***El reto de hacer el mejor uso posible del programa NGEU***

- El programa NGEU está ayudando a suprir la falta de una capacidad de estabilización presupuestaria automática común, una de las principales carencias del engranaje institucional europeo (véase recuadro 2.3).
- La financiación de este programa mediante la emisión a gran escala de deuda pública supranacional supone un paso sin precedentes, que contribuirá a reducir la escasez relativa de activos seguros en euros.
- Para maximizar los efectos favorables de este programa en nuestro país serán precisas una definición adecuada y una implementación decidida del conjunto de reformas planteadas en el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR) aprobado por el Gobierno español, así como una selección cuidadosa de los distintos proyectos de gasto. En este sentido, tres aspectos son particularmente relevantes:
  - Primero, sería conveniente que la selección de los proyectos descansara en un esquema apropiado de procedimientos públicos de contratación y en un diseño adecuado de las metodologías para la evaluación de las distintas iniciativas.
  - Segundo, sería necesario asegurar que, en nuestro marco institucional, no existen obstáculos que dificulten el proceso de reasignación de recursos entre empresas y sectores que probablemente resultará de la implementación del programa. Esto podría requerir, en particular, facilitar la entrada y la salida de empresas del mercado, rediseñar los incentivos destinados a fomentar la inversión en I+D+i, y reformular las políticas activas de empleo.
  - Tercero, a fin de favorecer la implantación de algunas reformas estructurales, sería deseable valorar el empleo de parte de los recursos del programa NGEU para mitigar los costes de dichas reformas —beneficiosas en el medio y largo plazo— para algunos colectivos en el corto plazo (véase recuadro 2.4).

## ESTRATEGIA INTEGRAL DE REFORMAS ESTRUCTURALES



FUENTE: Banco de España.

---

## EL RETO DE HACER EL MEJOR USO POSIBLE DEL PROGRAMA NGEU



FUENTE: Banco de España.

---

<p><b>Impacto sobre la situación de liquidez</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Los ingresos de las empresas se redujeron con intensidad en 2020 debido a la crisis del COVID-19, aunque su evolución fue muy heterogénea: <ul style="list-style-type: none"> <li>— Por sectores, las mayores caídas se observaron en aquellos cuya actividad implica una mayor interacción social, como el ocio, o que dependen de la movilidad de las personas, como el transporte y los servicios turísticos.</li> <li>— Por tamaños, el retroceso de la facturación fue más intenso en las empresas de menor dimensión.</li> </ul> </li> <li>• La caída de la facturación de las empresas elevó las necesidades de liquidez agregadas generadas por el déficit entre los ingresos y los pagos asociados a la actividad de explotación (como los alquileres y los salarios), a la amortización de la deuda viva y, en menor medida, a la inversión en activos fijos.</li> <li>• Los colchones de liquidez de las empresas (como los depósitos bancarios o las líneas de crédito disponibles) eran, en muchos casos, insuficientes para cubrir este déficit de liquidez.</li> <li>• Sin embargo, las políticas de apoyo al crédito desplegadas por las autoridades fiscales, monetarias y financieras facilitaron la disponibilidad de financiación; destaca el papel desempeñado por los programas de avales públicos a los préstamos, gestionados por el Instituto de Crédito Oficial.</li> <li>• De este modo, muchas empresas y empresarios individuales pudieron cubrir sus déficits de liquidez recurriendo al endeudamiento, fundamentalmente préstamos bancarios.</li> <li>• A pesar de ello, algunas empresas habrían tenido un acceso más limitado al crédito y podrían haber cubierto parte de su déficit haciendo uso de sus colchones internos de liquidez.</li> <li>• En 2021 persisten algunos riesgos relacionados con la situación de liquidez, especialmente en el caso de las empresas y de los empresarios individuales de los sectores más afectados por la pandemia y que tienen un acceso más difícil a la financiación externa.</li> </ul>
--	---

## VULNERABILIDAD DE LOS SECTORES PRODUCTIVOS

### VULNERABILIDAD DE LOS SECTORES PRODUCTIVOS: INDICADORES, EFECTOS ECONÓMICOS Y POLÍTICAS

	Corto plazo	Medio plazo
	Indicadores	Efectos económicos y financieros
<p><b>Riesgo de liquidez</b> Cuando las necesidades de liquidez son más elevadas que los colchones de liquidez de las empresas (activos líquidos y líneas de crédito)</p>	<p><b>Baja rentabilidad</b> Cuando la rentabilidad del activo es negativa</p> <p><b>Endeudamiento elevado</b> Cuando la ratio de la deuda financiera neta sobre los resultados corrientes supera un determinado umbral</p>	
<p><b>Efectos económicos y financieros</b></p> <p>Quiebra, que genera un impacto económico a través de:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1 Desaparición de tejido productivo y empleo</li> <li>2 Posible contracción de la oferta de crédito si los impagos de la deuda afectan a una proporción destacada de la cartera crediticia de los bancos</li> </ol>	<p>Obstáculo a los planes de inversión y contratación de trabajadores (exceso de deuda o <i>debt overhang</i>)</p>	
<p><b>Políticas económicas</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1 Apoyo a las rentas (ERTE)</li> <li>2 Retraso en los pagos (moratorias de préstamos, contribuciones a la SS)</li> <li>3 Apoyo al crédito: <ul style="list-style-type: none"> <li>— Avales ICO</li> <li>— TLTRO III</li> </ul> </li> </ol>	<p>Apoyo a las rentas (ERTE)</p>	

FUENTE: Banco de España.

## VULNERABILIDAD DE LOS SECTORES PRODUCTIVOS (cont.)

### VULNERABILIDAD DE LOS SECTORES PRODUCTIVOS: INDICADORES, EFECTOS ECONÓMICOS Y POLÍTICAS

Largo plazo	
Indicadores	<p><b>Viabilidad</b> Las empresas con <b>riesgo de viabilidad</b> son aquellas cuyos resultados corrientes esperados para 2023 son negativos</p> <p><b>Solvencia</b> Las empresas <b>sobreendeudadas viables</b> son aquellas con resultados corrientes esperados para 2023 positivos y cuya ratio de deuda neta esperada en 2022 sobre resultados corrientes para 2023 supera un determinado umbral</p>
Efectos económicos y financieros	<ol style="list-style-type: none"><li>1 <b>Quiebra de empresas inviables</b><ul style="list-style-type: none"><li>— Desaparición de tejido productivo y de empleo</li><li>— Posible contracción de la oferta de crédito si los impagos de la deuda afectan a una proporción destacada de la cartera crediticia de los bancos</li></ul></li><li>2 <b>Supervivencia de empresas inviables (zombificación)</b><ul style="list-style-type: none"><li>— Asignación ineficiente de recursos, que perjudica al crecimiento económico a largo plazo</li></ul></li><li>3 <b>Liquidación ineficiente de empresas viables sobreendeudadas</b><ul style="list-style-type: none"><li>— Desaparición de tejido productivo y de empleo</li><li>— Posible contracción de la oferta de crédito si los impagos de la deuda afectan a una proporción destacada de la cartera crediticia de los bancos</li></ul></li></ol>
Políticas económicas	<ol style="list-style-type: none"><li>1 <b>Dirigidas a empresas sobreendeudadas viables</b><ul style="list-style-type: none"><li>— Apoyo a las rentas (ERTE)</li><li>— Ayudas directas</li><li>— Recapitalización</li><li>— Reestructuración de deudas</li><li>— Mejora de los procedimientos de reestructuración</li></ul></li><li>2 <b>Dirigidas a las empresas inviables</b><ul style="list-style-type: none"><li>— Mejora de los procedimientos de liquidación de empresas</li></ul></li></ol>

FUENTE: Banco de España.

<b>Impacto sobre la rentabilidad y el endeudamiento</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• La caída de la facturación de las empresas ha reducido notablemente su rentabilidad. Las simulaciones realizadas por el Banco de España apuntan a que más de la mitad de las empresas habrían registrado pérdidas contables en 2020.</li><li>• La proporción de empresas con niveles elevados de endeudamiento también habría aumentado en 2020.</li><li>• El retroceso de la rentabilidad y el aumento del endeudamiento habrían sido más acusados entre las empresas que desarrollan su actividad en los sectores más afectados por la crisis y en las de menor dimensión.</li><li>• A partir de la segunda mitad de 2021, en línea con la recuperación prevista de la actividad económica, se espera una reducción gradual de la vulnerabilidad financiera de los sectores productivos.</li></ul>
---	--

<b>Efectos sobre la viabilidad y la solvencia</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Las simulaciones realizadas por el Banco de España apuntan a un aumento moderado de la proporción de empresas en riesgo de ser inviables como consecuencia de la crisis del COVID-19 (entre 2 pp y 3 pp, según cómo evolucione la actividad económica).</li> <li>También aumentaría de forma moderada (entre 3 pp y 4,7 pp) la proporción de aquellas empresas que, aun siendo viables, presentarían una situación de sobreendeudamiento. Esta última se define como las dificultades de las empresas para devolver la deuda acumulada con sus ingresos futuros esperados a medio plazo.</li> </ul>
<b>Efectos económicos asociados a la vulnerabilidad financiera de los sectores productivos</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>La mayor vulnerabilidad financiera de las empresas y de los empresarios individuales puede frenar la recuperación económica a través de distintas vías: <ul style="list-style-type: none"> <li>Las empresas financieramente más vulnerables tienen mayores dificultades para acometer planes de inversión y aumentar su empleo.</li> <li>Algunas empresas viables sobreendeudadas podrían quebrar si no consiguen revertir su situación. Esto puede afectar negativamente al crecimiento económico a través de dos canales: <ul style="list-style-type: none"> <li>Pérdida de tejido productivo y empleo.</li> <li>Impagos de su deuda, que podrían impactar negativamente sobre los acreedores, tanto financieros como no financieros, y, en circunstancias extremas, limitar la capacidad del sistema bancario para conceder nuevos préstamos.</li> </ul> </li> <li>La potencial quiebra de las empresas que han dejado de ser viables como consecuencia de la crisis también generaría pérdidas inmediatas en términos de producción e impagos bancarios. No obstante, la salida del mercado de estas empresas puede tener un efecto beneficioso sobre el crecimiento económico a medio y a largo plazo, ya que su supervivencia durante un tiempo prolongado suele ocasionar una asignación ineficiente de los recursos.</li> </ul> </li> <li>El Gobierno ha adoptado recientemente diversas medidas de apoyo a la solvencia empresarial dirigidas a evitar la quiebra de empresas viables sobreendeudadas. La eficacia de estas medidas se vería favorecida mediante una aplicación ágil y flexible de las mismas, que contemple la posibilidad de su recalibración, tanto en relación a su volumen como a su asignación entre las distintas herramientas contempladas, si se percibe la necesidad.</li> </ul>
<b>Impacto sobre las entidades bancarias</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>El volumen de préstamos dudosos de la cartera crediticia de los bancos frente a las empresas no financieras y a los empresarios individuales no ha repuntado hasta ahora, a pesar de la intensa caída del PIB en 2020 y del deterioro de la situación financiera de estos sectores.</li> <li>Ello se explica, en buena parte, por el efecto de las medidas de apoyo público, como los avales y las moratorias en los préstamos, que habrían aliviado las dificultades de algunos prestatarios para hacer frente a la devolución de sus deudas.</li> <li>En todo caso, se han detectado algunos indicios de deterioro de la calidad crediticia en los préstamos concedidos a empresas no financieras y a empresarios individuales, sobre todo en el caso de los sectores más afectados por la crisis.</li> <li>En particular, los préstamos en vigilancia especial, cuyo riesgo de impago ha aumentado significativamente desde que fueron concedidos, pero no tanto como para que sean clasificados como dudosos, repuntaron con fuerza en el último trimestre de 2020.</li> <li>Además, en anticipación a un posible repunte de los impagos, en 2020 las entidades bancarias acumularon, en general, reservas en forma de provisiones, lo que ha tenido un impacto negativo en su rentabilidad.</li> <li>En el futuro, la calidad de la cartera crediticia de los bancos podría resentirse si la crisis acaba generando daños persistentes en los balances del sector corporativo.</li> <li>Esta evolución podría limitar, en los escenarios más adversos, la oferta de crédito bancario, con el consiguiente impacto negativo sobre las perspectivas de recuperación económica.</li> <li>En este contexto, es importante hacer un seguimiento estrecho de la situación financiera de las empresas con el fin de identificar anticipadamente cualquier indicio de deterioro adicional y tomar las medidas necesarias para contenerlo en caso de que se produjera.</li> </ul>

<b>Despoblación de las zonas rurales en España</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El proceso secular de despoblación de las zonas rurales españolas se enmarca en un contexto de tendencia global hacia una mayor urbanización, como resultado del proceso de desarrollo económico que también se ha observado en otras economías avanzadas.</li> <li>• No obstante, el caso español representa una excepción en perspectiva europea, al presentar un porcentaje muy elevado de superficie deshabitada y una mayor concentración de la población en el territorio.</li> <li>• El proceso de urbanización español a partir de 1950 se caracteriza por dos fases diferenciadas: <ul style="list-style-type: none"> <li>— En una primera etapa, denominada «éxodo rural», comprendida entre 1950 y 1991, la tasa de urbanización aumentó significativamente, desde el 59% hasta el 79%, como consecuencia del proceso de desagrarización de la economía española, con un componente importante de migraciones entre regiones.</li> <li>— En una segunda etapa, a partir de 1991, la tasa de urbanización se incrementó a un ritmo muy inferior, hasta situarse algo por encima del 80%, debido principalmente a un crecimiento vegetativo negativo en aquellos municipios rurales que experimentaron migraciones negativas durante el éxodo rural.</li> </ul> </li> <li>• La presencia de municipios en riesgo de despoblación es mayor en España que en el resto de los países europeos, y, además, estos municipios presentan un déficit significativo en términos de acceso a servicios de diversa índole.</li> <li>• La pérdida de dinamismo de las ciudades de menor tamaño parece haber contribuido al proceso de despoblación rural a lo largo de las últimas décadas en España.</li> </ul>
<b>Pérdida de población de las ciudades pequeñas en España</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Las migraciones de la población más joven hacia las ciudades de mayor tamaño explican la pérdida de población de las ciudades pequeñas y medianas en favor de unas pocas grandes urbes en las dos últimas décadas.</li> <li>• La decisión de trasladarse de una ciudad pequeña a otra más grande se basa en la comparación entre los costes y los beneficios: <ul style="list-style-type: none"> <li>— Residir en ciudades de mayor tamaño se asocia a ventajas en forma de mayores niveles de salarios y oportunidades profesionales, así como a una mayor oferta de servicios tanto públicos como privados.</li> <li>— Sin embargo, implica también desventajas relacionadas con los diversos costes de la congestión, como precios de la vivienda más elevados, mayores niveles de exposición a la contaminación y tiempos de desplazamiento más largos.</li> </ul> </li> <li>• La prima salarial asociada a trabajar en grandes ciudades es mayor en el caso de los trabajadores más cualificados. De hecho, una vez que se consideran los salarios ajustados por las diferencias en el coste de la vida entre ciudades, los trabajadores de menor cualificación no perciben salarios más altos en las grandes urbes.</li> <li>• Estas diferencias en la prima salarial entre grupos de trabajadores explican que, en términos netos, las grandes urbes españolas presentan un saldo migratorio negativo en el caso de los trabajadores de menor cualificación.</li> <li>• Estas dinámicas acarrean un aumento de la concentración del empleo cualificado en unas pocas ciudades de gran tamaño, que redonda en una mayor disparidad de rentas entre las diferentes ciudades.</li> </ul>
<b>Políticas económicas</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Las políticas públicas basadas en criterios de ubicación geográfica representan una parte significativa de los presupuestos públicos: el 33% del presupuesto de la Unión Europea se destina a cohesión económica, social y territorial.</li> <li>• En la medida en que estas políticas pretenden impulsar el desarrollo de las zonas del territorio más desfavorecidas a través de inversiones públicas, subvenciones, exenciones fiscales, etc., pueden considerarse políticas redistributivas, al transferir, de un modo u otro, recursos públicos hacia los hogares residentes en los territorios más desfavorecidos.</li> <li>• A la luz de la evidencia presentada en el capítulo, convendría considerar dos tipos de políticas redistributivas para paliar los efectos de la concentración de la población en las grandes ciudades: <ul style="list-style-type: none"> <li>— Por un lado, políticas de adaptación que garanticen un cierto nivel de servicios disponibles para los habitantes de los municipios rurales.</li> </ul> </li> </ul>

- Por otro, políticas de mitigación que persigan revertir las dinámicas poblacionales de aquellos municipios con potencial de crecimiento, dadas las circunstancias y oportunidades de su entorno. La revisión de algunas experiencias internacionales exitosas puede actuar como referente, pues ofrecen algunos elementos para tener en cuenta, como son:
  - Una estrategia de conjunto y vocación de permanencia, que requiere amplios consensos políticos.
  - Una delimitación clara de competencias entre diferentes niveles de la Administración y colaboración entre municipios.
  - Una definición clara de objetivos medibles *ex ante* y una evaluación *ex post*.
- Finalmente, cualquier actuación de políticas públicas debe evaluarse de forma rigurosa, comparando los beneficios potenciales en términos de mayor equidad territorial con los posibles costes que puede implicar para el conjunto de la sociedad en forma de pérdidas de eficiencia y costes de oportunidad.

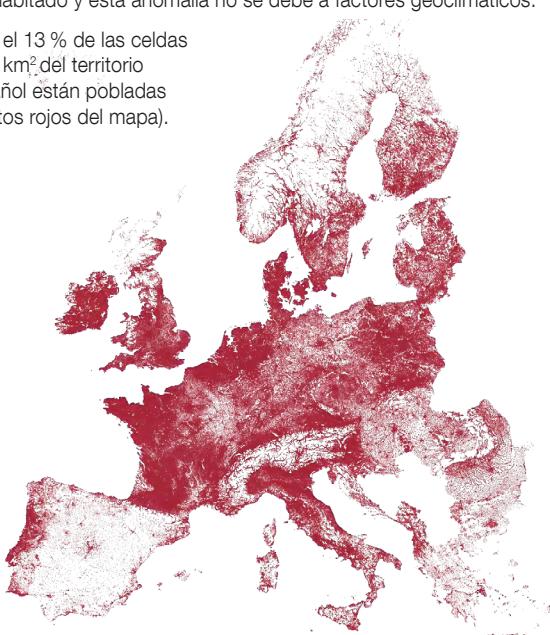
## LA DISTRIBUCIÓN ESPACIAL DE LA POBLACIÓN EN ESPAÑA Y SUS IMPLICACIONES ECONÓMICAS

### LA CONCENTRACIÓN DE LA POBLACIÓN

La concentración de la población en España es muy elevada en perspectiva europea, tanto en áreas urbanas como en áreas rurales.

España presenta un porcentaje anormalmente elevado de territorio deshabitado y esta anomalía no se debe a factores geoclimáticos.

Solo el 13 % de las celdas de 1 km<sup>2</sup> del territorio español están pobladas (puntos rojos del mapa).



### LOS MUNICIPIOS EN RIESGO DE DESPOBLACIÓN

Se identifican 3.403 municipios en riesgo de despoblación (el 42 % de los municipios de España), muy por encima del conjunto de la eurozona. Presentan idiosincrasias en aspectos socioeconómicos y orográficos, así como una peor accesibilidad a servicios que los municipios urbanos y que el resto de los municipios rurales.

### EL EFECTO TRACTOR DE LAS CIUDADES

Las provincias con mayor incidencia de municipios en riesgo de despoblación son aquellas en las que la capital de provincia presenta un menor tamaño.

Los municipios rurales cercanos a núcleos urbanos muestran un mayor dinamismo cuando los costes de *commuting* son menores.

A lo largo de las últimas décadas, las migraciones interiores desde las ciudades más pequeñas hacia las grandes urbes han contribuido al menor dinamismo de los municipios rurales alrededor de las ciudades más pequeñas.

### LA CONCENTRACIÓN DE TRABAJADORES CUALIFICADOS EN LAS MAYORES CIUDADES

La prima salarial asociada al tamaño de las ciudades es el principal determinante de las migraciones hacia grandes urbes en las dos últimas décadas, especialmente para trabajadores cualificados. Dicha prima desaparece en el caso de los trabajadores menos cualificados, una vez que se ajustan los salarios por su paridad de poder de compra en cada ciudad.

Las ciudades más grandes perdieron trabajadores de menor cualificación en términos netos a lo largo del período 2005-2018.

FUENTE: Banco de España.





# 1

## EL IMPACTO ECONÓMICO DE LA PANDEMIA



### 1 Introducción

**La pandemia de COVID-19 ha provocado una crisis sanitaria, social y económica a escala global sin precedentes en tiempos modernos.** Desde su estallido, y a lo largo de diversas olas, la pandemia se ha cobrado la vida de más de 3 millones de personas en el mundo —más de 78.000 en España— y ha supuesto un reto de un extraordinario calado para los sistemas sanitarios de la gran mayoría de los países. Además, ha requerido la introducción de medidas de distanciamiento social, que, bajo distintas formulaciones y grados de severidad, han redundado en restricciones a la movilidad de las personas y a la actividad en determinados sectores inauditas en tiempos de paz. La crisis provocada por esta perturbación de carácter exógeno derivó en una contracción muy profunda de la actividad económica global en el primer semestre de 2020, de la que, a pesar de la frágil senda de recuperación que se inició en la segunda mitad de ese año, la mayor parte de las economías mundiales aún no se han recuperado.

**Además de por su elevada magnitud, el impacto económico de la pandemia se ha caracterizado por su extraordinaria heterogeneidad en varias dimensiones.** Las medidas de distanciamiento social que se han establecido en muchos países durante buena parte de los últimos trimestres han tenido una incidencia mucho más acusada en la actividad de aquellos servicios que requieren un elevado grado de interacción personal —como el comercio, la hostelería, el transporte y el ocio— que en la de las manufacturas, el sector primario o las ramas vinculadas con el sector público. El impacto de la crisis también ha sido muy asimétrico por países y grandes áreas geográficas, principalmente como consecuencia de diferencias en la estructura productiva de cada economía, en la evolución epidemiológica de la pandemia y en la tipología de las medidas desplegadas para contenerla. Además, la crisis actual ha tenido con frecuencia una mayor incidencia negativa precisamente en aquellos colectivos de empresas y de trabajadores más vulnerables, lo que supone un reto adicional en términos económicos y sociales.

**La respuesta de la política económica a la crisis sanitaria ha sido, en general, rápida y decidida, lo que ha contribuido a mitigar sus efectos económicos adversos.** En efecto, desde el comienzo de la pandemia la respuesta de las autoridades con responsabilidad en materia de política económica ha sido muy amplia, a escala tanto nacional como supranacional y en el ámbito fiscal, monetario, prudencial y regulatorio. Todo ello ha permitido proteger parcialmente las rentas y la liquidez de los hogares y de las empresas, estabilizar los mercados y el sistema financiero, y reducir los potenciales efectos adversos de esta crisis sobre la capacidad de crecimiento de las economías a medio plazo. En el caso de la política

monetaria, algunas de las principales medidas adoptadas, como la compra de bonos públicos a gran escala, han contribuido a ampliar el margen de actuación de las autoridades fiscales para llevar a cabo las medidas de apoyo a la economía.

**La notable capacidad de adaptación a la nueva coyuntura económica y sanitaria que han mostrado los hogares y las empresas también habría permitido reducir progresivamente el impacto de la pandemia sobre la actividad.** Desde el estallido de la crisis sanitaria, se han evidenciado cambios muy significativos en los hábitos de consumo, trabajo y ocio de los hogares, al tiempo que las empresas han establecido nuevas formas de organizar sus actividades productivas y han puesto en marcha, en algunos casos, canales de venta alternativos. Estos cambios, en gran medida relacionados con un mayor grado de digitalización de la actividad económica, han permitido mitigar el impacto negativo de la crisis a corto plazo y es posible que hayan acelerado un proceso de transformación estructural de la economía, que previsiblemente continuará desarrollándose en los próximos años y del que aún no se conocen de forma precisa todas las implicaciones.

**En los últimos meses, el éxito en el desarrollo de vacunas efectivas contra el COVID-19 y el avance del proceso de inmunización de la población mundial han reducido los riesgos sobre la actividad económica mundial.** La pandemia ha presentado una evolución relativamente adversa en el tramo final de 2020 y a principios de 2021, cuando la enfermedad se ha cobrado más vidas que durante la primera fase de esta. A pesar de ello, la probada efectividad de las distintas vacunas frente al COVID-19, que se han desarrollado en un plazo de tiempo muy breve, y el avance del proceso de vacunación han permitido mejorar las perspectivas económicas globales a corto plazo, en especial a partir de la segunda mitad de 2021, como atestiguan las últimas previsiones de abril del Fondo Monetario Internacional (FMI)<sup>1</sup>. A esta mejora también habrían contribuido, entre otros aspectos, los estímulos fiscales aprobados en Estados Unidos a finales de 2020 y a comienzos de 2021, y los menores riesgos sobre la actividad como consecuencia del acuerdo de salida del Reino Unido de la Unión Europea (UE).

**En todo caso, el proceso de recuperación de la economía mundial sigue estando sujeto a una elevada incertidumbre, lo que recomienda el mantenimiento de las medidas de apoyo, si bien de forma más focalizada y teniendo en cuenta sus posibles implicaciones a medio plazo.** En un contexto en el que la recuperación económica global aún es frágil y muy asimétrica —por sectores, países, empresas y hogares—, no puede descartarse la posibilidad de que la aparición de nuevas cepas del virus retrase el momento de superación de la crisis sanitaria. Asimismo, es difícil precisar el daño que la pandemia ya ha provocado con carácter persistente sobre el empleo y el tejido productivo. Por tanto, no cabe una retirada prematura de las medidas de apoyo. No obstante, conviene adaptar estos

---

1 Véase Fondo Monetario Internacional (2021).

apoyos a una coyuntura económica cambiante —como, en buena medida, ya se ha venido haciendo en los últimos trimestres—, de forma que estos estén más focalizados y no supongan, en sí mismos, un obstáculo para una recuperación sostenible.

**El impacto de la pandemia sobre la economía española ha sido extraordinariamente elevado, tanto desde un punto de vista histórico como en una comparativa internacional.** Todos los desarrollos y condicionantes descritos anteriormente son perfectamente válidos para describir el impacto de la crisis actual sobre la economía española. Así, el PIB español se contrajo intensamente en el primer semestre de 2020 —muy por encima del retroceso que experimentó el conjunto de la Unión Económica y Monetaria (UEM)—, y, a partir de entonces, comenzó una senda de recuperación que se ha caracterizado por su fragilidad. En particular, tras un crecimiento muy intenso en el tercer trimestre, el producto de la economía española se estancó en el tramo final de 2020 e incluso retrocedió ligeramente en el primer trimestre de este año. De hecho, el PIB español aún se encuentra un 9,4 % por debajo de su nivel precrisis, brecha que es claramente superior a la observada en el conjunto de la UEM y en otras economías avanzadas. Los motivos que explican este mayor impacto adverso de la pandemia en España son diversos. Algunos de estos factores tienen que ver con la propia evolución de la pandemia en nuestro país, pero otros tienen un carácter más estructural y estarían relacionados con las peculiaridades de la estructura productiva española, en la que los sectores, las empresas y los trabajadores que tienen un peso relativo elevado son, precisamente, los que más se han visto afectados por la pandemia.

**A corto plazo, las perspectivas apuntan a que la economía española se recuperará con relativo vigor a partir de la segunda mitad de este año, si bien los efectos adversos de la pandemia sobre el nivel del PIB, el empleo y las cuentas públicas perdurarán aún varios años.** A partir del segundo semestre de 2021, se espera que la recuperación de la economía española se vea favorecida, especialmente, por el avance de la campaña de vacunación y un cierto retorno gradual a la normalidad sanitaria, y por el comienzo de la implementación en nuestro país del programa europeo *Next Generation EU* (NGEU). No obstante, la intensidad de la recuperación podría variar sensiblemente dependiendo de varios factores, sobre los que existe una considerable incertidumbre. Entre estos factores destacan la velocidad con la que se recuperen los flujos de turismo internacional y la intensidad con la que los hogares españoles hagan uso, en los próximos trimestres, de la bolsa de ahorro que han acumulado desde el comienzo de la pandemia. El grado de vigor de la actividad económica española a corto plazo también dependerá de cómo se ajusten a una coyuntura en continua evolución los principales instrumentos de política económica que se han desplegado en nuestro país para hacer frente a la pandemia —en especial, los expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE) y las medidas de apoyo a la liquidez y la solvencia empresarial—. Asimismo, dependerá de la efectividad de estos instrumentos para evitar una reducción persistente de nuestra capacidad de crecimiento.

**Con un horizonte temporal más amplio, las perspectivas de la economía española estarán condicionadas por una serie de retos estructurales y por la manera en que la política económica los aborde.** Como se expone en el capítulo 2 de este Informe, la respuesta de la política económica a los retos, de un extraordinario calado, que nuestro país debe afrontar inevitablemente en los próximos años determinará el vigor y la sostenibilidad de nuestra senda de crecimiento a medio y a largo plazo.

## 2 El comportamiento de la actividad a escala global y en el área del euro

**La actividad económica mundial se contrajo abruptamente en el primer semestre de 2020 y viene recuperándose desde entonces, con un perfil caracterizado por una elevada volatilidad.** El PIB mundial se redujo un 3,3 % en el conjunto de 2020 (véase gráfico 1.1.1), en contraste con el avance de la misma magnitud que el FMI había previsto para dicho período en enero de ese mismo año, justo antes de la expansión internacional de la enfermedad. Esta caída del producto se concentró en el primer semestre del año, cuando la actividad se contrajo de forma muy generalizada a escala global como reflejo, principalmente, de los estrictos confinamientos que la gran mayoría de las autoridades nacionales impusieron durante la primavera para tratar de contener la propagación de la pandemia. Desde entonces, la actividad se ha ido recuperando, con un perfil muy condicionado por la aparición de nuevos brotes de la enfermedad y por las medidas de contención adoptadas (véase recuadro 1.1). Todo ello ha redundado en una elevada volatilidad en la dinámica de la economía mundial en la segunda mitad de 2020 y al inicio de 2021.

**La intensa respuesta de las políticas económicas a escala global ha permitido mitigar el impacto adverso de la crisis y apoyar la recuperación.** Las distintas autoridades nacionales y supranacionales reaccionaron a la crisis económica provocada por la pandemia adoptando medidas de apoyo monetarias, fiscales y financieras extraordinarias, que se han ido extendiendo y adaptando a la evolución cambiante de la situación sanitaria, como se describe en el epígrafe 4. El despliegue de este amplio conjunto de medidas de política económica ha mitigado la incidencia de la crisis en los niveles de actividad empresarial y en el empleo. También habría contribuido a esto último el hecho de que, tras la primera ola de la pandemia, las autoridades adoptaran medidas más focalizadas para contener la expansión del virus, y los hogares y las empresas desarrollaran una notable capacidad de adaptación a la nueva coyuntura sanitaria, social y económica imperante.

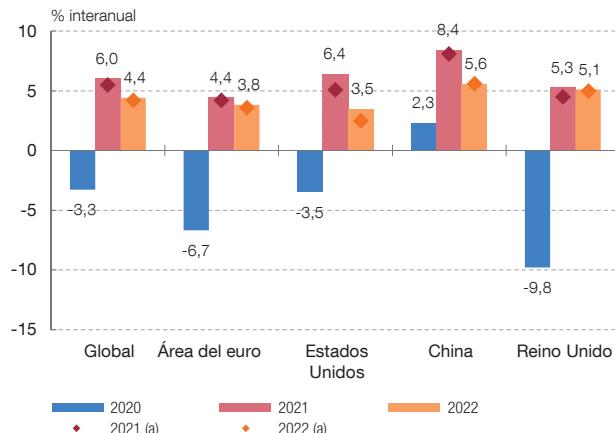
**La pandemia y las medidas de contención han incidido de manera especial en los sectores económicos más dependientes de las interacciones personales y en las decisiones de gasto privado** (véase gráfico 1.2.1). El impacto de la pandemia está siendo muy heterogéneo por sectores de actividad, y la intensidad y la persistencia de la caída en los servicios contrastan con la recuperación más rápida del sector manufacturero. Dentro del sector servicios, las ramas más afectadas son

Gráfico 1.1

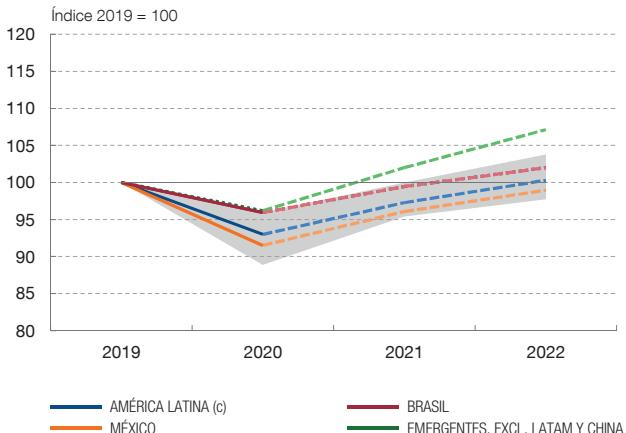
## LA RECUPERACIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL VA GANANDO TRACCIÓN A UN RITMO CONDICIONADO POR LA PERSISTENCIA DE LA PANDEMIA Y CON HETEROGENEIDAD ENTRE PAÍSES

La evolución de la pandemia y de las medidas de contención para frenarla condicionó el desempeño de la actividad económica global en 2020, con una caída del PIB agregado del 3,3 %. No obstante, el impacto económico de la pandemia ha sido desigual entre economías. Así, la intensidad de la caída en el área del euro ha sido mayor que en el conjunto de la economía mundial o en Estados Unidos, y su recuperación, menos fuerte. Dentro del área del euro, las divergencias se explican tanto por la distinta incidencia de la pandemia entre países como por diversos factores estructurales. Entre las economías emergentes, América Latina es la región más afectada por la pandemia.

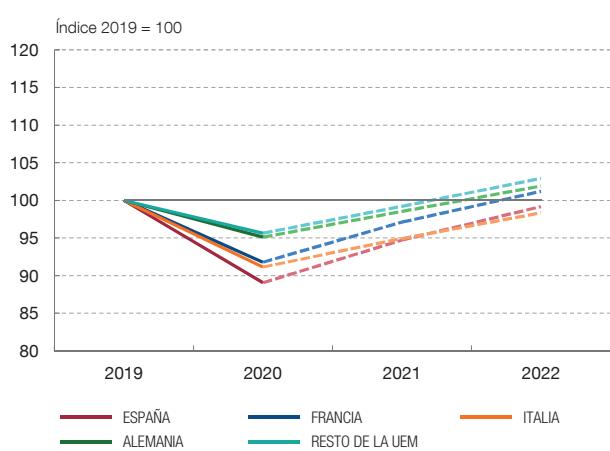
1 CRECIMIENTO DEL PIB Y PREVISIONES DEL FMI (ABRIL)



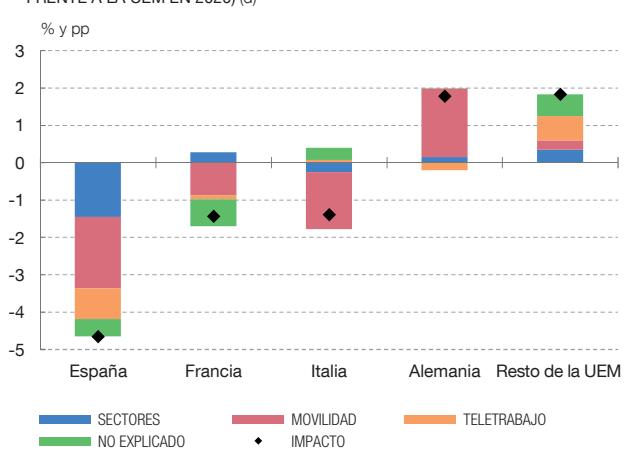
2 NIVELES DEL PIB EN AMÉRICA LATINA (b)



3 NIVEL DEL PIB EN EL ÁREA DEL EURO



4 IMPACTO ECONÓMICO Y CONTRIBUCIONES (DIFERENCIAS FRENTES A LA UEM EN 2020) (d)



**FUENTES:** Banco de España, estadísticas nacionales, Eurostat, Fondo Monetario Internacional (WEO, abril de 2021) y Refinitiv.

- a Previsión de enero de 2021 del FMI.
- b El área sombreada corresponde al rango entre el máximo y el mínimo valor para cada año entre las seis principales economías de América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú).
- c Agregado de América Latina y el Caribe (según la definición del FMI).
- d El impacto económico se mide como la diferencia entre la variación observada del PIB en 2020 y la prevista antes de la crisis sanitaria. Véase Gómez y Del Río (2021).



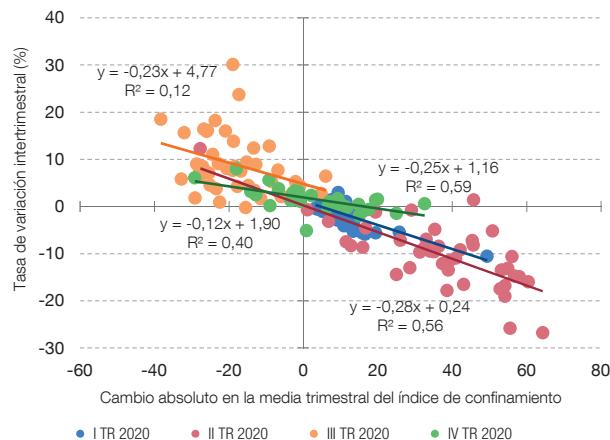
las que conllevan un mayor grado de interacción personal —como las de comercio, transporte y hostelería— y, por tanto, se han visto más condicionadas por las medidas de distanciamiento social establecidas (véase gráfico 1.2.2). En cuanto a los componentes de la demanda, la debilidad de la actividad se ha reflejado, principalmente, en el consumo privado (véase gráfico 1.2.3). Una parte del retroceso

Gráfico 1.2

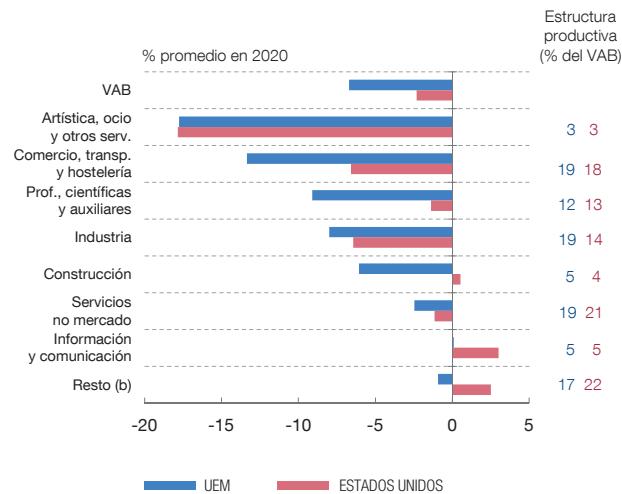
## LA VELOCIDAD EN LA SALIDA DE LA CRISIS DEPENDE DEL GRADO DE NORMALIZACIÓN DE LOS PATRONES DE GASTO DE LOS AGENTES Y DE LA RECUPERACIÓN DE LOS SECTORES MÁS AFECTADOS

La dinámica del PIB en 2020 viene determinada, en gran parte, por la fuerte caída del consumo privado, debido tanto a motivos precautorios como a la dificultad de realizar los gastos habituales a consecuencia de las restricciones a la movilidad y a la actividad de determinados sectores establecidas para frenar la pandemia. Por ramas productivas, el sector servicios se ha visto más afectado que el sector manufacturero. Dentro del sector servicios, las ramas más afectadas son aquellas más expuestas a las medidas de contención.

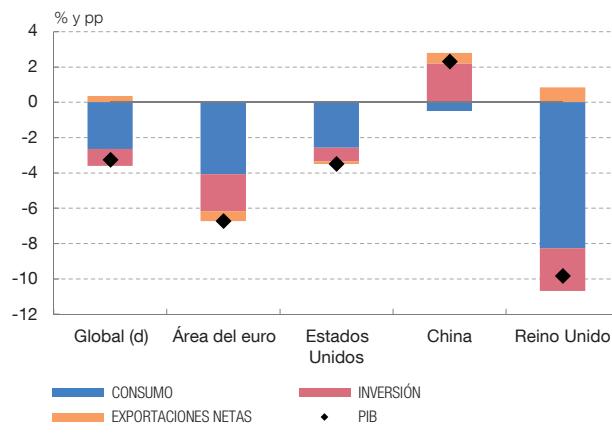
1 CRECIMIENTO DEL PIB Y CAMBIOS EN EL ÍNDICE DE CONFINAMIENTO (a)



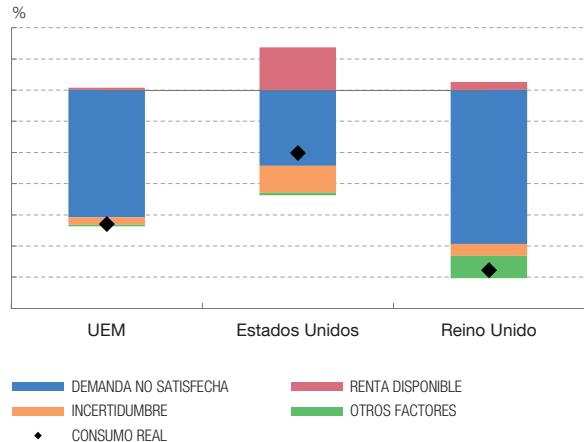
2 CRECIMIENTO POR SECTORES DEL VAB (b)



3 DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO EN 2020 (c)



4 CONSUMO DE LOS HOGARES. CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN MEDIA ANUAL EN 2020 (e)



**FUENTES:** Banco de España, US Bureau of Economic Analysis, Eurostat, IHS Markit, Office for National Statistics y Universidad de Oxford.

- a. Países con contabilidad trimestral, un total de 44 (33 para el cuarto trimestre de 2020). Se utiliza el índice de confinamiento de Goldman Sachs, que combina indicadores de movilidad, y el índice de severidad de Oxford.
- b. La categoría «Resto» incluye el sector primario y otros servicios de mercado (actividades financieras, seguros y actividades inmobiliarias).
- c. Datos provisionales.
- d. Agregado construido a partir de 56 economías que representan el 83 % del PIB mundial.
- e. A partir de un modelo de corrección del error trimestral para el consumo de los hogares basado en Cuenca y Del Río (2020). Las variables explicativas en la ecuación de largo plazo son la renta, la riqueza y el tipo de interés. La incertidumbre entra en el corto plazo de manera contemporánea y en niveles. La categoría «Otros factores» incluye la riqueza, el tipo de interés y el residuo.



del consumo se habría debido a la dificultad de los hogares para poder realizar algunos de sus gastos habituales a causa de las restricciones asociadas a la pandemia —ahorro «forzoso»—, mientras que otra parte se podría explicar por el aumento del ahorro por motivo precautorio ante la incierta situación sanitaria y macrofinanciera (véase gráfico 1.2.4). Ambos factores condujeron a la acumulación de una importante bolsa de ahorro por parte de los hogares en las principales economías avanzadas en 2020<sup>2</sup>. A medida que la evolución de la pandemia mejore y se reduzca la incertidumbre, cabe esperar que las familias hagan uso de estos ahorros, al menos parcialmente, e impulsen así la recuperación del consumo y de la actividad. En este sentido, se ha observado que, en aquellos países —como China— en los que la situación sanitaria se ha normalizado, el consumo de los hogares ya ha recuperado los niveles anteriores a la pandemia.

**La evolución económica del último año y medio también ha sido heterogénea entre países y áreas geográficas, así como lo son las perspectivas futuras de recuperación** (véase gráfico 1.1.1). Esta heterogeneidad refleja, entre otros aspectos, diferencias en la incidencia epidemiológica de la pandemia, en la respuesta de las políticas públicas (sanitarias y económicas) y en la estructura productiva de cada economía (principalmente, en términos del peso de los sectores más expuestos a la interacción social). Así, entre las principales economías mundiales, en 2020 la caída del producto fue del 3,5 % en Estados Unidos, del 6,7 % en el área del euro, del 4,8 % en Japón y del 9,8 % en el Reino Unido, mientras que el PIB se expandió un 2,3 % en China. Entre las economías emergentes, el impacto fue especialmente intenso en América Latina, con una disminución del PIB del 7 % en el conjunto de la región. En cuanto a las perspectivas económicas, las previsiones disponibles<sup>3</sup>, sujetas a la evolución todavía incierta de la situación sanitaria, anticipan que la recuperación de los niveles de actividad previos a la pandemia también tendrá lugar de manera muy dispar entre las principales economías mundiales. Así, mientras que China ya recuperó estos niveles a finales de 2020, se prevé que Estados Unidos y el conjunto del área del euro lo hagan en 2021 y 2022, respectivamente. Por su parte, para el conjunto de América Latina, el nivel de actividad anterior a la pandemia se recuperaría en 2022 (véase gráfico 1.1.2). No obstante, en esta última región existe una notable heterogeneidad, con economías —como Brasil y Chile— que prácticamente alcanzarían su nivel previo ya en 2021 y otras —como Argentina y México— que aún no lo habrían logrado en 2022.

**La asimetría en la evolución económica se aprecia también dentro del área del euro.** Entre las principales economías del área, en 2020 la contracción del PIB fue ligeramente superior al 5 % en Alemania, se situó en el entorno del 8 % en Francia y del 9 % en Italia, y alcanzó el 10,8 % en España (véase gráfico 1.1.3). Según la evidencia disponible<sup>4</sup>, la evolución más desfavorable de la pandemia en Francia,

2 Para más información, véase [Cuenca y Del Río \(2020\)](#).

3 Véase [Fondo Monetario Internacional \(2021\)](#).

4 Véase [Gómez y Del Río \(2021\)](#), de próxima publicación.

Italia y España, así como las medidas de contención relativamente más severas, contribuiría a explicar la mayor caída del producto en estos países que en el conjunto de la UEM (véase gráfico 1.1.4). Además, la especialización productiva motivaría el impacto relativo más elevado de la crisis en economías como la española o la griega. Las ramas de servicios de alojamiento y restauración, actividades artísticas y de ocio, y otros servicios representan, en estos dos países, más del 10 % del valor añadido bruto (VAB), frente al 6 % de la UEM. La heterogeneidad entre las economías de la UEM se refleja, asimismo, en la diferente velocidad de recuperación esperada de los niveles de producto previos a la pandemia. Así, de acuerdo con las predicciones más recientes del FMI, de abril de este año, mientras que el PIB de Alemania se situaría ya el próximo año por encima del nivel anterior a la crisis, en España el producto no alcanzaría previsiblemente dicha referencia hasta 2023.

**Dentro de las economías emergentes, algunas características estructurales podrían explicar por qué América Latina se está viendo más afectada que otras áreas<sup>5</sup>.** En el ámbito sanitario, la mayor incidencia de la pandemia en esta región se ha producido a pesar de que en varios países latinoamericanos se adoptaron medidas de limitación de la movilidad de la población y de cierre de la actividad más restrictivas y tempranas que en otras economías emergentes<sup>6</sup>. Algunas de las características estructurales de América Latina que pueden estar detrás de esta mayor vulnerabilidad sanitaria y económica ante la pandemia son los elevados niveles de pobreza, la menor calidad institucional, la alta tasa de informalidad en el mercado de trabajo, la debilidad de los sistemas sanitarios y la gran proporción de población que reside en áreas urbanas.

**El mantenimiento de unas condiciones financieras adecuadas y del normal flujo de capitales entre economías resulta crucial para la recuperación económica global.** Los mercados financieros han evolucionado positivamente en los últimos trimestres, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. Las subidas de las cotizaciones en los mercados bursátiles han sido generalizadas, y recientemente se han alcanzado máximos históricos en los índices S&P 500 y MSCI de economías emergentes (véase gráfico 1.3.1). En los mercados de renta fija, los diferenciales corporativos han descendido, tanto en el segmento de alto rendimiento como en el de grado de inversión, tendencia que se ha visto apoyada por los programas de compra de activos de los bancos centrales y por la progresiva reducción del nivel de incertidumbre (véase gráfico 1.3.2). Estos factores también han favorecido la reducción de las primas de riesgo soberanas en la UEM (véase gráfico 1.3.3) y en las economías emergentes. Por otra parte, la menor aversión al riesgo de los inversores y la mejora de las expectativas de crecimiento y de inflación en algunas regiones han contribuido a un aumento en las rentabilidades a largo plazo de las deudas soberanas de mayor calidad crediticia, especialmente desde

5 Véase Banco de España (2020a).

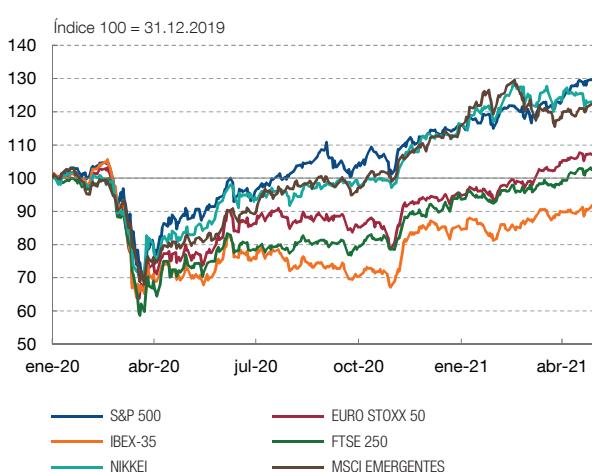
6 Véase Banco de España (2020f).

Gráfico 1.3

## RECUPERACIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

Las políticas públicas y el desarrollo de vacunas efectivas contra el COVID-19 han permitido la recuperación de los mercados financieros. Así, en los últimos meses se han producido ganancias generalizadas en los mercados bursátiles e incrementos de la rentabilidad de la deuda soberana a largo plazo de mayor calidad crediticia. Además, se han reducido las primas de riesgo soberanas en la UEM, así como los diferenciales de riesgo de crédito corporativo y los diferenciales soberanos en las economías emergentes.

1 ÍNDICES DE BOLSA



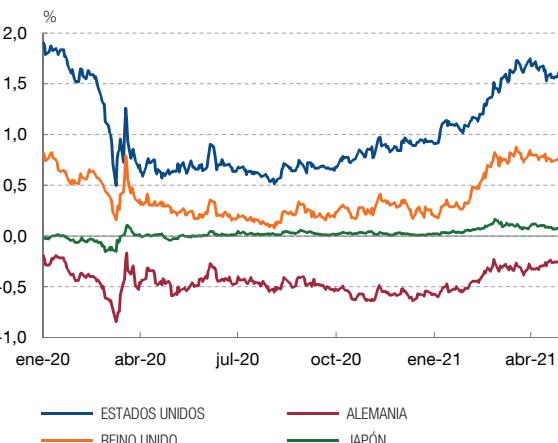
2 DIFERENCIALES DE LOS BONOS DE ALTO RENDIMIENTO RESPECTO A LA CURVA SWAP Y DIFERENCIALES SOBERANOS EMERGENTES (EMBI) (a)



3 DIFERENCIALES DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS FRENTE A ALEMANIA



4 TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

a Índice ICE Bank of America Merrill Lynch Single-B High Yield.



principios de 2021 (véase gráfico 1.3.4). Además, en este contexto financiero favorable, el dólar ha mantenido, en el promedio del último año, una senda de depreciación frente al euro y la libra, que se ha revertido parcialmente al inicio de 2021. Por su parte, los flujos de capitales de cartera han returnedo de forma progresiva a las economías emergentes, tras las fuertes salidas experimentadas en marzo y abril de 2020.

**No obstante, en algunos mercados los precios de los activos financieros se sitúan en niveles relativamente elevados, lo que, de cara al futuro, podría suponer un factor de riesgo de ajuste de las valoraciones.** En este contexto de cotizaciones relativamente elevadas podrían llegar a desencadenarse correcciones bruscas en los precios de algunos activos financieros, con el consiguiente impacto adverso sobre las condiciones financieras globales y la actividad real. Algunos de los posibles desencadenantes de este tipo de ajustes podrían ser, por ejemplo, un aumento intenso y generalizado de los tipos de interés globales o una revisión de las expectativas de los inversores sobre la evolución económica futura, la capacidad de repago de la deuda del sector corporativo o la duración de los programas de apoyo público<sup>7</sup>.

**El dinamismo del comercio internacional está constituyendo otra palanca relevante para la recuperación global.** A diferencia de lo ocurrido tras la crisis financiera de 2008, en esta crisis sanitaria el comercio mundial de bienes se ha recuperado rápidamente de las disrupciones que tuvieron lugar en los flujos comerciales durante la primera mitad de 2020, impulsado, en buena medida, por el dinamismo de la economía china (véase gráfico 1.4.1). En este sentido, la resistencia de las cadenas globales de valor ha permitido recuperar ya gran parte de la caída inicial y asegurar la provisión de algunos bienes de importancia crítica, a pesar de que, en algunos momentos de la pandemia, el comercio de productos médicos se vio obstaculizado por algunas medidas de carácter proteccionista (véase el recuadro 2.2 del capítulo 2 de este Informe). El comercio de servicios también se está recuperando, si bien con menor intensidad, lastrado por las restricciones a la circulación de personas, que afectan en particular al turismo internacional.

**Las exportaciones de la UEM han mostrado, no obstante, un menor dinamismo relativo en los últimos trimestres.** En diciembre de 2020, las exportaciones de bienes de los países del área del euro no habían recuperado el nivel registrado en el mismo mes del año anterior, mientras que, en el conjunto de las demás economías avanzadas y en China, estas habían crecido un 1,6 % y un 8,3 %, respectivamente (véase gráfico 1.4.2). Algunos elementos particulares han contribuido a este menor dinamismo relativo de las exportaciones de la UEM. Por una parte, la mayor intensidad de la crisis sanitaria y el menor pulso de la recuperación económica en la región han incidido negativamente en el comercio intra-UEM, que ganó peso en la última década (véase gráfico 1.4.3). Por otra parte, la estructura sectorial de las exportaciones extra-UEM muestra un peso significativo —especialmente, en algunos de los países de la eurozona— de algunos bienes y servicios que han tenido un comportamiento relativamente más negativo en esta crisis, como la maquinaria de transporte y los servicios turísticos (véanse gráficos 1.4.3 y 1.4.4). En todo caso, conviene señalar que, frente a los escenarios negativos que se manejaban a finales de 2020, el acuerdo de salida del Reino Unido de la UE ha permitido reducir significativamente la

---

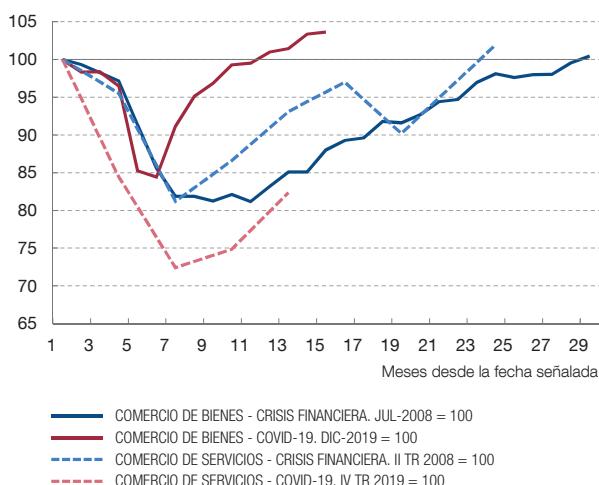
<sup>7</sup> Véase Banco de España (2021a), de próxima publicación.

Gráfico 1.4

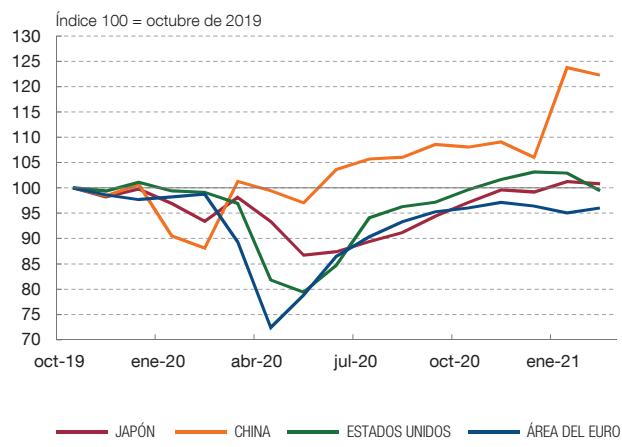
**EL COMERCIO MUNDIAL SE RECUPERA CON FUERZA, SALVO POR LOS SERVICIOS, LO QUE TIENE UN MAYOR IMPACTO NEGATIVO EN LAS EXPORTACIONES DE LA UEM**

El comercio de bienes ha mostrado una mayor capacidad de recuperación en esta crisis que la observada tras la crisis financiera global. Esta evolución ha venido marcada por la rápida recuperación de China. Por su parte, la recuperación de los flujos comerciales ha sido más lenta en el área del euro, debido al mayor peso relativo en estos flujos de determinados bienes y servicios, como el turismo, que se han visto más negativamente afectados en esta crisis.

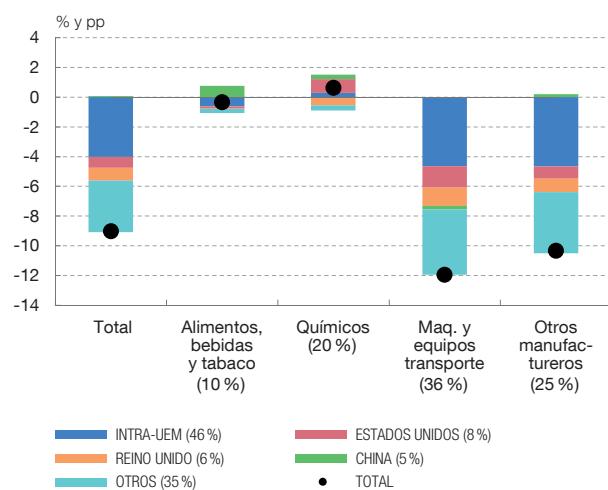
1 COMPARACIÓN DE LA EVOLUCIÓN DEL COMERCIO INTERNACIONAL (a)



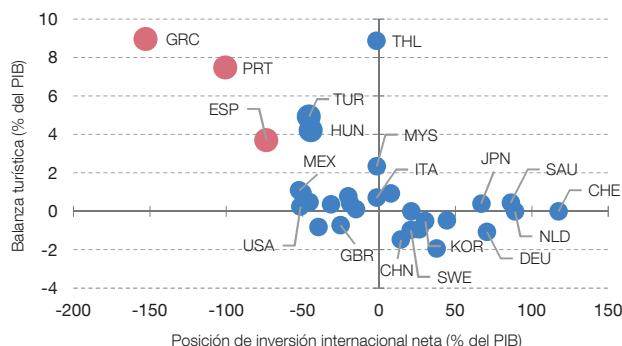
2 EVOLUCIÓN DEL COMERCIO DE BIENES POR ÁREAS



3 EXPORTACIONES DE BIENES DE LA UEM POR PRODUCTOS Y ZONAS (b). NOMINAL. VARIACIÓN 2020 Y CONTRIBUCIONES



4 BALANZA TURÍSTICA Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA EN 2019



**FUENTES:** CPB, Eurostat, Fondo Monetario Internacional, Organización Mundial del Turismo y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

a Los datos de comercio de servicios tienen frecuencia trimestral. Se reporta la media ponderada de los países con disponibilidad de datos.  
b Entre paréntesis se proporciona el peso de cada producto y destino en las exportaciones de bienes totales de la UEM en 2020.



incertidumbre comercial con relación a este país. Aunque persisten algunas dudas en cuanto a lo que sucederá una vez que finalice el período transitorio previsto en dicho acuerdo<sup>8</sup>, esta reducción de la incertidumbre debería contribuir

8 Véase Buesa *et al.* (2021).

a la recuperación de los flujos comerciales entre ambas áreas en los próximos trimestres<sup>9</sup>.

**En cuanto a la inflación, la debilidad de la demanda agregada presionó los precios a la baja de manera generalizada durante la mayor parte del año pasado.** En 2020, las tasas de inflación a escala global se mantuvieron en registros inferiores a los de 2019, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, en un contexto de brechas de producción muy negativas y caídas de los precios de las materias primas (véase gráfico 1.5.1). Ambos factores más que compensaron las presiones al alza sobre los precios de algunos bienes y servicios —como los alimentos no elaborados— derivadas de determinadas disrupciones puntuales que se produjeron en la oferta. En el conjunto de los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), las tasas anuales de la inflación general y de la subyacente, que excluye la energía y los alimentos, se situaron a final de 2020 en el 1,2 % y el 1,6 %, respectivamente. En la UEM, que antes del estallido de la pandemia ya mantenía de forma persistente un diferencial negativo en relación con las tasas observadas en el resto de las economías avanzadas, la inflación alcanzó tasas aún menores, del 0,3 % y del 0,7 %, respectivamente. A estas tasas bajas contribuyeron algunos factores específicos, como la apreciación del euro frente al conjunto de divisas de sus principales socios comerciales y la reducción temporal de impuestos indirectos en Alemania.

**La mejora de las perspectivas de recuperación se ha visto reflejada en el incremento de algunos indicadores de expectativas de inflación desde finales de 2020.** Los avances en el proceso de vacunación y los nuevos estímulos fiscales han supuesto una revisión al alza de las perspectivas globales de crecimiento y de inflación. En el caso de estas últimas, esta percepción, visible sobre todo en los indicadores financieros de expectativas de inflación (véase gráfico 1.5.2), se ha visto amplificada por algunos elementos coyunturales. En primer lugar, los desajustes circunstanciales entre oferta y demanda han dado lugar a ciertas presiones de costes, debido al incremento de los precios de alimentos, materias primas y otros insumos, como semiconductores y fletes marítimos (véase gráfico 1.5.3). Además, en el caso de los precios de consumo, el rápido repunte del crudo hasta niveles próximos a los vigentes antes de la pandemia en los primeros meses del año, junto con diversos factores idiosincrásicos, como los derivados del cambio acometido a principios de 2021 en las ponderaciones del IAPC para adecuarlas a los nuevos patrones de gasto de los hogares, generaron también aumentos de las tasas de inflación, que, en principio, deberían ser fundamentalmente temporales. Por último, algunos análisis han alertado del peligro de recalentamiento de la economía de Estados Unidos a raíz de los dos paquetes de política fiscal adoptados desde finales de 2020, que podrían tener efectos significativos en términos de crecimiento, empleo

---

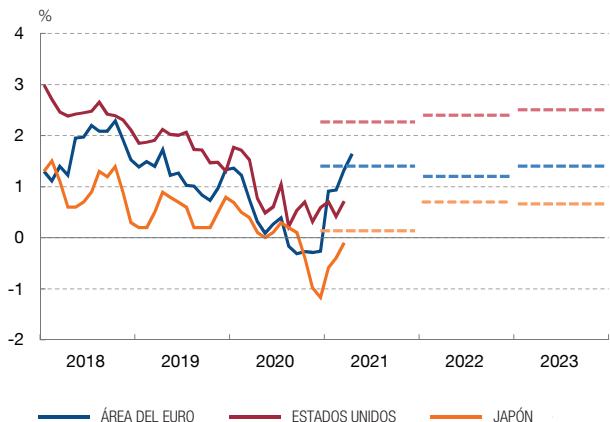
<sup>9</sup> Sobre los efectos económicos negativos de la incertidumbre comercial, véase Albrizio *et al.* (2021), de próxima publicación.

Gráfico 1.5

## LA CRISIS HA ACENTUADO LAS TENDENCIAS DESINFLACIONISTAS

El aumento de los precios de las materias primas y el cierre en las brechas de actividad a medida que progrese la recuperación económica permitirán un aumento gradual de la inflación.

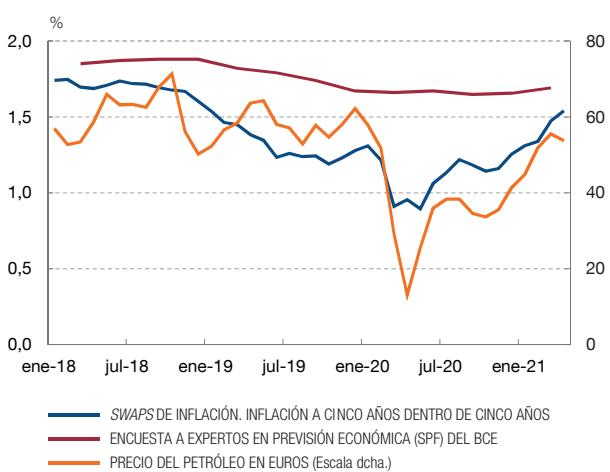
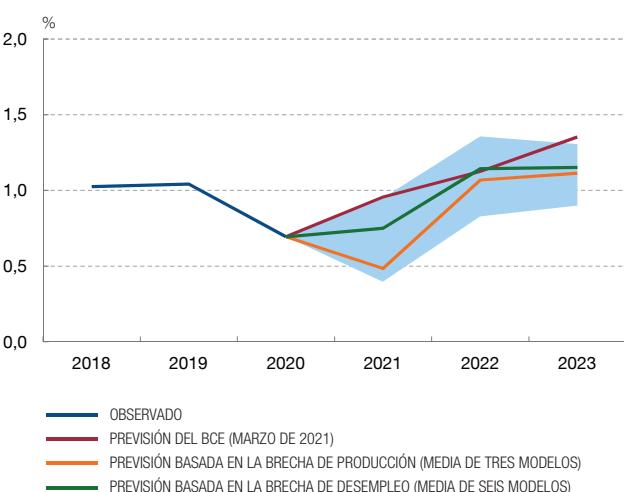
1 INFLACIÓN EN ECONOMÍAS AVANZADAS  
Evolución mensual y previsiones anuales (a)



2 PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS



3 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A LARGO PLAZO EN LA UEM

4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN SUBYACENTE EN LA UEM (b)  
Crecimiento interanual ajustado de estacionalidad

FUENTES: Banco Central Europeo, Eurostat, Fondo Monetario Internacional y Thomson Reuters.

a) Previsiones del FMI (WEO, abril de 2021).  
 b) Previsiones a partir de nueve modelos de curvas de Phillips para el IAPC, excluyendo energía y alimentos, que consideran diferentes medidas de expectativas de inflación; el rango entre el valor máximo y el mínimo aparece sombreado. Véase Álvarez y Correa-López (2020).



e inflación en el país<sup>10</sup>. No obstante, bajo el supuesto de que las expectativas de inflación permanecen ancladas correctamente, dichos efectos serían transitorios y se desvanecerían de manera progresiva a partir de 2022.

**A medio plazo, la persistencia de brechas de producción negativas y de tasas de paro relativamente elevadas en la mayoría de las principales economías no**

10 Véase Párraga y Roth (2021).

**permite anticipar tensiones inflacionistas subyacentes significativas.** Las previsiones disponibles apuntan a incrementos moderados y graduales de las tasas de inflación en los próximos años en los países desarrollados. En el caso del área del euro, las últimas proyecciones del Eurosystema<sup>11</sup> anticipan un repunte transitorio este año, hasta una tasa del 2 % en el último trimestre de 2021. En 2023, al final del período de las proyecciones, la inflación alcanzaría una tasa del 1,4 %, ligeramente inferior a la previsión a un mismo horizonte de tres años vigente antes del estallido de la pandemia, y todavía muy alejada del objetivo de política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) (véase gráfico 1.5.4).

**Las perspectivas para la economía mundial y del área del euro se encuentran sujetas a importantes factores de incertidumbre.** A corto plazo, el despliegue de la vacunación en los primeros meses de 2021 ha permitido despejar, en buena medida, las dudas sobre la evolución de la pandemia, sobre todo en los países desarrollados. Sin embargo, persisten riesgos a la baja por el ritmo heterogéneo de la campaña de vacunación a escala global y por cómo este puede condicionar la evolución futura de la pandemia en caso de que surjan nuevas cepas del virus que pudieran ser resistentes a las actuales vacunas. En este sentido, resulta esencial reforzar iniciativas colaborativas multilaterales, como COVAX<sup>12</sup>, que tengan como objetivo acelerar el desarrollo y la fabricación de vacunas y garantizar su acceso justo y equitativo a todos los países. Más allá de cuestiones sanitarias, existe también una elevada incertidumbre acerca de cómo las empresas y las familias adaptarán sus pautas de producción y de gasto una vez superada la pandemia. Asimismo, es muy incierta la magnitud de las secuelas que la profunda crisis económica actual puede suponer en forma de daños a la capacidad productiva de las economías y de desequilibrios macroeconómicos, tanto en el sector público como en el privado. En este contexto, como se analiza en el epígrafe 4 y, de manera más extensa, en el capítulo 2, las políticas económicas, que están desempeñando un papel esencial en la fase de estabilización de la crisis, deberán ser protagonistas también en la fase de recuperación y en la absorción de los desequilibrios generados por la pandemia.

### 3 El comportamiento de la actividad en España

**Desde su estallido, la pandemia de COVID-19 ha provocado la mayor crisis sanitaria de la historia reciente de España.** A lo largo de varias olas, de diversa intensidad y duración, la pandemia ha supuesto un reto de enorme calado para el sistema sanitario español y ha tenido un coste extraordinariamente elevado en

---

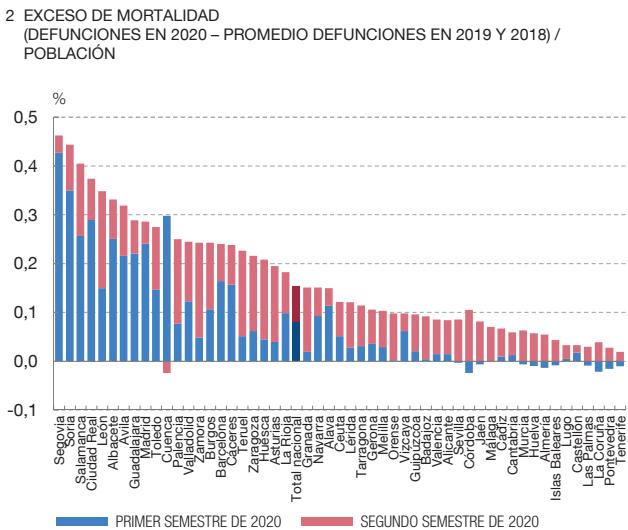
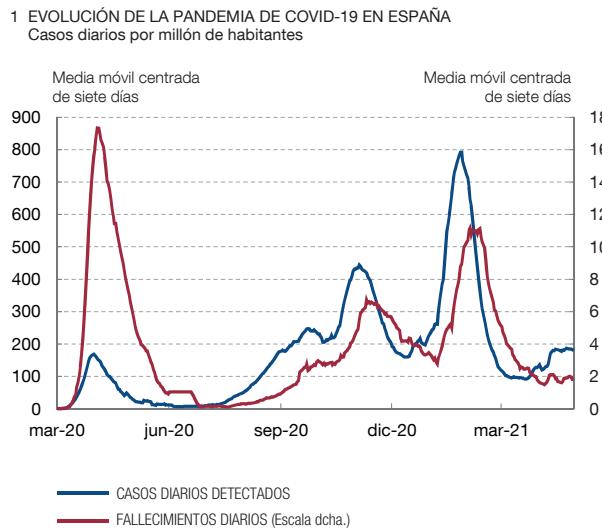
11 Véase Banco Central Europeo (2021).

12 COVAX es el pilar de las vacunas del Acelerador del Acceso a las Herramientas contra el COVID-19, una iniciativa de colaboración mundial, impulsada por la Organización Mundial de la Salud, para acelerar el desarrollo y la producción de pruebas, tratamientos y vacunas contra el COVID-19, y garantizar un acceso equitativo a ellos.

Gráfico 1.6

## LA PANDEMIA DE COVID-19 HA SUPUESTO UN EXTRAORDINARIO RETO DE SALUD PÚBLICA EN ESPAÑA

A lo largo de varias olas, de diversa intensidad y duración, la pandemia de COVID-19 ha supuesto un reto de un enorme calado para el sistema sanitario español y ha tenido un coste extraordinariamente elevado en términos de vidas humanas, que se ha distribuido de forma desigual por la geografía nacional.



**FUENTES:** Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Sanidad.



términos de vidas humanas (véase gráfico 1.6.1)<sup>13</sup>. Así, de acuerdo con los últimos datos oficiales disponibles, algo más de 78.000 personas habrían fallecido en nuestro país por COVID-19 desde el comienzo de la pandemia, lo que situaría a España entre los países con una mayor tasa de mortalidad per cápita por esta causa<sup>14</sup>.

**La pandemia también ha supuesto una disrupción sin precedentes para la actividad económica en nuestro país** (véase epígrafe 3.1). El alcance de este impacto ha sido extraordinario en al menos tres dimensiones. En primer lugar, por su magnitud. Así, la inmensa mayoría de los agregados macroeconómicos experimentaron un deterioro histórico en la primera mitad de 2020. La recuperación que se produjo en el tercer trimestre del año pasado solo ha permitido, por el momento, corregir una parte de ese deterioro inicial. El impacto económico de la pandemia destaca, en segundo lugar, por su marcada heterogeneidad. En particular,

13 A la hora de analizar la evolución de la enfermedad en España, conviene tener en cuenta que, en la primera ola, las cifras de contagios estarían infraestimadas en comparación con los brotes posteriores, debido a la falta de disponibilidad de test y al colapso del sistema sanitario que se produjo en dicho episodio en las zonas más castigadas por la pandemia.

14 Otras fuentes que estiman excesos de mortalidad, como el Instituto Nacional de Estadística (INE), arrojarían cifras de fallecidos más elevadas. La comparación de datos internacionales debe realizarse con cautela, debido a las diferencias que pueden existir, entre otros aspectos, en cuanto a la capacidad de diagnóstico, los criterios de contabilización, la calidad de los datos y su cobertura.

la crisis ha afectado de forma muy asimétrica a los distintos sectores productivos, provincias, empresas, hogares y colectivos de trabajadores, lo que exige una valoración del contexto económico que vaya más allá del análisis de los grandes agregados de actividad. Por último, la naturaleza extraordinariamente disruptiva que caracteriza la crisis del COVID-19 también puede apreciarse por los cambios tan significativos que ha provocado en el comportamiento de los agentes económicos, que han intentado adaptarse a la pandemia y a sus consecuencias, en un corto espacio de tiempo. Por ejemplo, se han observado alteraciones muy notables en los patrones de movilidad de las personas, en los hábitos de consumo de los hogares y en la provisión y organización del trabajo, cuyas implicaciones y persistencia aún no es posible valorar con precisión. Por su parte, las autoridades económicas también se han visto obligadas a reaccionar de forma muy decidida a los retos planteados por la crisis sanitaria —en muchos casos, desplegando medidas de una naturaleza y de un alcance sin precedentes— y a ir reajustando sus actuaciones ante la naturaleza cambiante de la crisis.

**A medida que avance el proceso de vacunación, las perspectivas de la economía española pasarán a estar condicionadas de manera creciente por factores de naturaleza fundamentalmente económica.** Desde el comienzo de la pandemia, la evolución de la situación sanitaria y el endurecimiento o relajación de las medidas desplegadas para contener la enfermedad han sido los principales condicionantes de las dinámicas económicas en nuestro país. En los próximos meses, sin embargo, es previsible que el avance del proceso de vacunación suponga que otros elementos, de naturaleza genuinamente económica, adquieran una mayor relevancia para determinar el grado de dinamismo de la actividad económica a corto y a medio plazo. Entre estos factores, todos ellos interrelacionados y sobre los que existe una notable incertidumbre, destacan el ritmo, el alcance y la efectividad de la ejecución del programa NGEU, la orientación de las principales políticas económicas y la magnitud de los daños persistentes que la pandemia pueda haber provocado sobre el empleo y el tejido productivo. Más en particular, las perspectivas de la economía española en los próximos trimestres también dependerán de la intensidad y del ritmo con que los hogares reduzcan el ahorro que han acumulado desde el comienzo de la crisis, de la capacidad de recuperación que muestre la inversión empresarial y de la aportación de la demanda externa al crecimiento —en particular, de las exportaciones turísticas—.

### 3.1 El impacto de la crisis: magnitud y heterogeneidad

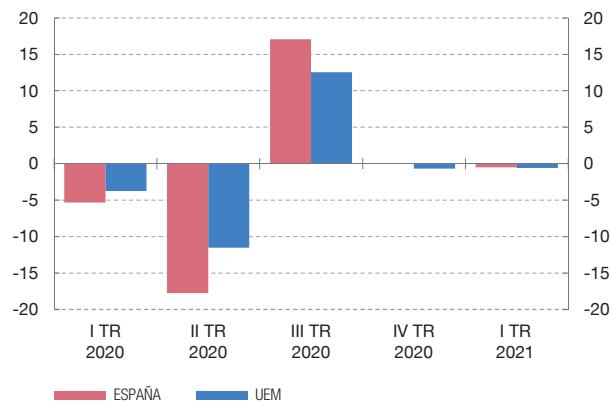
**Tras desplomarse un 13,8% en el primer semestre de 2020, el PIB de la economía española aún se situaba, a finales del primer trimestre de 2021, un 9,4% por debajo de su nivel anterior a la pandemia** (véase gráfico 1.7.1). El estallido de la crisis sanitaria en nuestro país, en marzo de 2020, y el establecimiento de importantes restricciones a la movilidad de las personas y a la actividad de

Gráfico 1.7

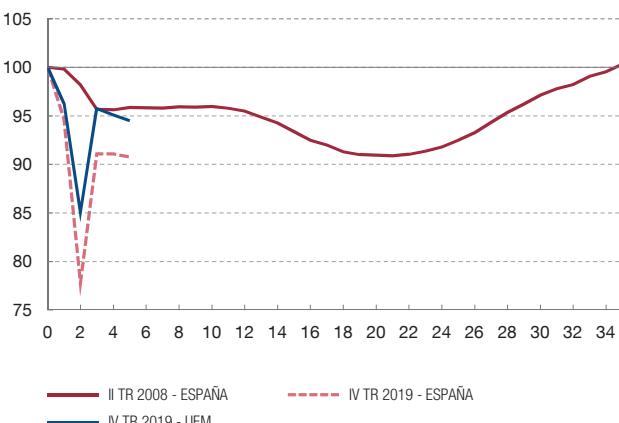
## EL IMPACTO ECONÓMICO DE LA CRISIS SANITARIA HA SIDO DE UNA MAGNITUD SIN PRECEDENTES EN TIEMPOS DE PAZ

El estallido de la pandemia en nuestro país en marzo de 2020 y el establecimiento de severas restricciones a la movilidad de las personas y a la actividad de determinados sectores provocaron que el PIB español sufriera un extraordinario retroceso, tanto en términos históricos como en una comparativa internacional, en los dos primeros trimestres del año. La actividad económica se recuperó con intensidad en el tercer trimestre, pero esta recuperación se interrumpió a partir del tramo final del pasado año. En el primer trimestre de 2021, el PIB de la economía española aún se situaba un 9,4 % por debajo del nivel que registraba a finales de 2019, una brecha que casi dobla la que se observaba en el conjunto de la UEM.

1 EVOLUCIÓN DEL PIB REAL  
Tasas de variación intertrimestral, %



2 EVOLUCIÓN DEL PIB EN DIFERENTES RECESIONES  
Niveles = 100 en el trimestre previo al inicio de la recesión



FUENTES: Eurostat e Instituto Nacional de Estadística.



determinados sectores provocaron que el PIB se contrajera un 5,4 % y un 17,8 %, en términos intertrimestrales, en los dos primeros trimestres del año pasado. A partir de entonces, el PIB inició una senda de recuperación —gracias a la mejora de la situación epidemiológica durante la primavera y a una relajación gradual de las restricciones— que pronto empezó a mostrar signos de fragilidad. En efecto, el agravamiento de la crisis sanitaria que tuvo lugar durante el otoño de 2020 y a principios de 2021 y el endurecimiento o reintroducción de algunas de las medidas de contención de la pandemia dieron lugar a un estancamiento de la actividad en el último trimestre de 2020 y, posteriormente, a una ligera contracción en el primero de 2021. De esta forma, el PIB de la economía española, que se contrajo un 10,8 % en el conjunto de 2020, aún se situaba, en el primer trimestre de 2021, un 9,4 % por debajo del nivel que registraba a finales de 2019.

**Este deterioro de la actividad no tiene precedentes en la historia reciente de la economía española.** Desde un punto de vista histórico, la crisis actual destaca por la intensidad con que la actividad económica se ha contraído en un breve período de tiempo. Así, por ejemplo, el deterioro que ha sufrido el PIB español desde el comienzo de la pandemia es prácticamente el mismo que el que experimentó, en términos acumulados, durante algo más de cinco años, entre el segundo trimestre de 2008 y el tercero de 2013. La caída en este último período se produjo en un

Cuadro 1.1

## PRINCIPALES MACROMAGNITUDES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Tasas de variación anual sobre el volumen y porcentaje del PIB

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB	3,6	0,9	-3,8	0,2	-0,8	-3,0	-1,4	1,4	3,8	3,0	3,0	2,4	2,0	-10,8
Consumo privado	3,4	-0,7	-3,6	0,4	-2,5	-3,3	-2,9	1,7	2,9	2,7	3,0	1,8	0,9	-12,1
Consumo público	6,2	6,0	4,2	1,5	0,0	-4,2	-2,1	-0,7	2,0	1,0	1,0	2,6	2,3	3,8
Formación bruta de capital fijo	3,9	-4,3	-17,3	-5,4	-7,6	-7,4	-3,8	4,1	4,9	2,4	6,8	6,1	2,7	-11,4
Inversión en equipo, intangibles y resto (a)	8,9	-1,0	-19,1	5,7	0,0	-3,4	1,3	5,2	8,2	3,1	6,9	3,1	3,7	-8,8
Inversión en construcción	1,7	-5,9	-16,3	-11,1	-12,3	-10,4	-8,2	3,0	1,5	1,6	6,7	9,3	1,6	-14,0
Exportación de bienes y servicios	7,6	-0,9	-10,8	9,1	8,2	0,9	4,4	4,5	4,3	5,4	5,5	2,3	2,3	-20,2
Importación de bienes y servicios	8,2	-5,5	-18,3	6,2	-0,6	-5,8	-0,2	6,8	5,1	2,7	6,8	4,2	0,7	-15,8
Demanda nacional (b)	4,2	-0,6	-6,6	-0,4	-3,1	-5,0	-2,8	1,9	3,9	2,0	3,2	2,9	1,4	-8,8
Demanda exterior neta (b)	-0,6	1,5	2,8	0,6	2,3	2,0	1,4	-0,5	-0,1	1,0	-0,2	-0,5	0,6	-2,0
PIB nominal	7,1	3,2	-3,6	0,3	-0,8	-3,1	-1,0	1,2	4,4	3,4	4,3	3,6	3,4	-9,9
Deflactor del PIB	3,4	2,3	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,4	-0,2	0,5	0,3	1,3	1,2	1,4	1,1
IAPC	2,8	4,1	-0,2	2,0	3,1	2,4	1,5	-0,2	-0,6	-0,3	2,0	1,7	0,8	-0,3
IAPC sin energía ni alimentos	2,5	2,4	0,9	0,8	1,2	1,3	1,3	-0,1	0,3	0,7	1,2	1,0	1,1	0,5
Empleo (horas)	2,5	0,6	-6,0	-2,3	-2,3	-4,8	-2,8	1,1	3,0	2,6	2,1	2,7	1,5	-10,4
Tasa de paro (% de la población activa).														
Media anual	8,2	11,3	17,9	19,9	21,4	24,8	26,1	24,4	22,1	19,6	17,2	15,3	14,1	15,5
Tasa de ahorro de los hogares e ISFLSH (c)	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	-9,1	-8,6	-3,7	-3,3	-2,4	0,6	2,6	2,1	2,7	3,4	3,0	2,4	2,5	1,1
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	1,9	-4,6	-11,3	-9,5	-9,7	-10,7	-7,0	-5,9	-5,2	-4,3	-3,0	-2,5	-2,9	-11,0
Deuda de las AAPP (% del PIB)	35,8	39,7	53,3	60,5	69,9	86,3	95,8	100,7	99,3	99,2	98,6	97,4	95,5	120,0
Ratio de endeudamiento de los hogares (% del PIB)	81,8	82,6	85,0	84,4	82,5	81,6	77,8	73,4	68,0	64,5	61,2	58,9	56,9	61,8
Ratio de endeudamiento de las sociedades no financieras (% del PIB)	111,5	114,9	119,3	118,8	115,7	107,1	100,5	94,8	87,8	83,3	78,7	74,4	72,6	84,6

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a Incluye maquinaria, bienes de equipo, sistemas de armamento, recursos biológicos cultivados y productos de la propiedad intelectual.

b Contribución al crecimiento.

c En % de la renta bruta disponible.

contexto nacional de corrección de profundos desequilibrios macrofinancieros y en un escenario internacional muy complejo en el que tenían lugar la crisis financiera global y la de la deuda soberana europea (véanse gráfico 1.7.2 y cuadro 1.1).

**La contracción que el PIB español ha sufrido desde finales de 2019 se encuentra entre las mayores caídas registradas en las economías avanzadas.** En particular,

este retroceso es superior al observado en el conjunto de la UEM —cuyo PIB se encontraba en el primer trimestre de 2021 un 5,5% por debajo de su nivel prepandemia— y en las principales economías de la región. Cabe reseñar, no obstante, que este peor comportamiento relativo de la economía española se habría producido, fundamentalmente, durante la primera mitad de 2020, cuando, en términos comparados, la incidencia de la pandemia fue mayor en nuestro país y se desplegaron medidas de contención más estrictas. En cambio, en los últimos trimestres el comportamiento del PIB en España, a pesar de mostrar una clara debilidad, habría sido algo más favorable que el observado en el promedio de la UEM (véase gráfico 1.7.1). En todo caso, una serie de factores estructurales de la economía española apuntarían a que la brecha que persiste entre los niveles de actividad en España y en otras economías europeas aún tardará un tiempo en cerrarse. Entre estos factores destaca, fundamentalmente, el mayor peso que tienen en nuestro país los sectores, las empresas y los colectivos de trabajadores que se han visto más afectados por la pandemia —sectores sociales, empresas pequeñas y trabajadores temporales—.

**El impacto económico de la pandemia podría haber sido aún mayor sin la respuesta de la política económica** (véase epígrafe 4). Entre el abanico de medidas desplegadas a escala nacional destacan, por su relevancia, las ventajas ofrecidas para la tramitación de ERTE por parte de las empresas y los ceses temporales de actividad en el caso de los trabajadores autónomos, así como las diferentes líneas de avales públicos del Instituto de Crédito Oficial (ICO) que se crearon para favorecer la concesión de crédito a las empresas. Estas medidas, junto con las tomadas en el ámbito de la política monetaria y de la regulación financiera, han servido para mitigar el impacto de la pandemia sobre las rentas y la liquidez de los hogares y de las empresas a corto plazo. En consecuencia, el efecto macroeconómico de la crisis habría sido significativamente más adverso que el que se ha venido observando desde marzo de 2020 si no se hubieran activado este conjunto de medidas de política económica.

**Las respuestas de política económica se han ido ajustando conforme ha evolucionado la crisis sanitaria.** La mayoría de las medidas adoptadas por otras autoridades nacionales y supranacionales en materia de política fiscal, monetaria, regulatoria y prudencial han tenido que ir ajustándose gradualmente a la evolución de la pandemia. Así, por ejemplo, conforme la crisis sanitaria se mostraba más persistente de lo inicialmente previsto, ha sido preciso extender y recalibrar los ERTE y las líneas de avales públicos en varias ocasiones no solo para evitar una retirada prematura de estas medidas de apoyo, sino también para lograr que estos instrumentos se ajustasen mejor a las necesidades que iban surgiendo en una coyuntura económica y sanitaria cambiante. En este contexto se enmarca también el nuevo paquete de medidas extraordinarias que el Gobierno aprobó en marzo de este año para apoyar la viabilidad y reforzar la solvencia financiera de las empresas más castigadas por la crisis.

**La capacidad de adaptación de los agentes económicos a la pandemia y a las restricciones asociadas también habría permitido mitigar su impacto económico adverso.** En efecto, desde el comienzo de la pandemia se han observado cambios muy significativos en el comportamiento de los hogares y de las empresas en dimensiones que tradicionalmente evolucionan de forma relativamente parsimoniosa. Así, por ejemplo, en un contexto en el que las restricciones a la movilidad y las cautelas de los consumidores frente al contagio habrían incidido de manera muy negativa en el volumen de compras presenciales, el recurso de los hogares españoles al comercio electrónico, especialmente de bienes, habría contribuido a mantener cierto dinamismo del consumo privado (véase gráfico 1.8.1). Asimismo, una proporción elevada de empresas españolas habrían introducido cambios organizativos sustanciales en respuesta a la pandemia —particularmente, para aumentar la digitalización de la actividad y otorgar un mayor peso al teletrabajo—, lo que les habría permitido amortiguar el impacto adverso de la crisis sobre sus niveles de actividad. Así lo pone de manifiesto la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE), que señala que, por ejemplo, casi la mitad de las empresas españolas tenían previsto realizar nuevas inversiones en tecnología en el primer semestre de este año y más de un tercio de ellas fomentarían el teletrabajo (véase gráfico 1.8.2). Estos porcentajes son más elevados para las empresas más grandes, lo que sugiere su mayor capacidad para adaptarse a las nuevas condiciones económicas. Todo este proceso de aprendizaje o de adaptación de los agentes económicos a la pandemia y a las distintas restricciones que se han aplicado para contenerla —que, a su vez, también han ido evolucionando para hacerse más focalizadas— habría favorecido un mayor dinamismo de la actividad en los últimos trimestres.

**La evidencia disponible pone de relieve la importancia del proceso de adaptación gradual de los agentes económicos a la pandemia.** Un trabajo reciente del Banco de España establece una relación entre la temperatura, la movilidad y la evolución de la pandemia<sup>15</sup>. Los resultados de este análisis apuntan a que, con el paso del tiempo, los esfuerzos para frenar la pandemia en España han supuesto reducciones de la movilidad que, comparativamente, han sido cada vez menos intensas (véase gráfico 1.8.3). Un segundo estudio analiza la relación entre restricciones, movilidad y actividad económica, y encuentra también evidencia de un cierto aprendizaje a lo largo del año, dado que va disminuyendo el impacto de las restricciones sobre la movilidad (que se refleja en una contribución cada vez menor de las reducciones voluntarias de movilidad, que son aquellas no relacionadas con el nivel de restricciones vigentes en cada momento) y de la movilidad sobre la actividad económica (véase gráfico 1.8.4)<sup>16</sup>.

**El impacto de la pandemia sobre la actividad económica en nuestro país está siendo muy desigual entre sectores, tipos de empresas y colectivos de**

---

15 Véase Ghirelli *et al.* (2021).

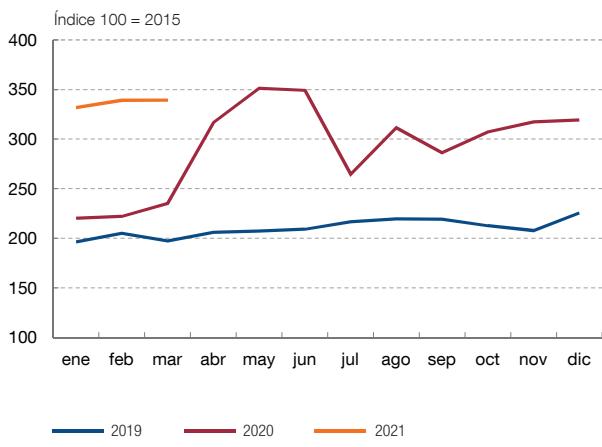
16 Véase Ghirelli *et al.* (2021).

Gráfico 1.8

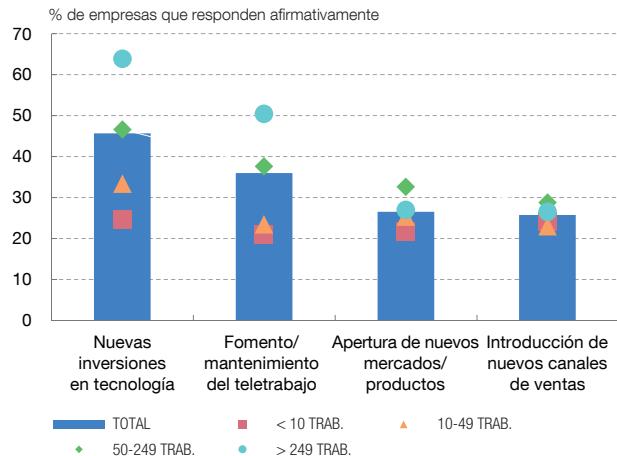
## LA NOTABLE CAPACIDAD DE ADAPTACIÓN DE LOS AGENTES ECONÓMICOS A LA PANDEMIA HABRÍA PERMITIDO MITIGAR SU IMPACTO ECONÓMICO ADVERSO

Desde el comienzo de la pandemia se han observado cambios muy significativos en el comportamiento de los hogares y de las empresas en dimensiones que tradicionalmente evolucionan de forma relativamente parsimoniosa. Así, por ejemplo, los hogares han aumentado de forma notable sus compras *online* y las empresas han introducido cambios organizativos sustanciales, especialmente hacia una mayor digitalización de la actividad y un mayor peso del teletrabajo. Este proceso de aprendizaje o adaptación de los agentes económicos habría permitido mitigar el impacto económico adverso de la pandemia y dotar de un mayor dinamismo a la actividad en los últimos trimestres.

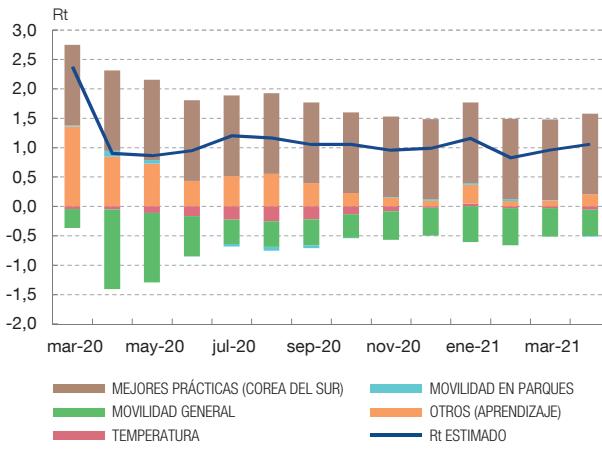
1 EVOLUCIÓN DEL COMERCIO ONLINE EN ESPAÑA (a)



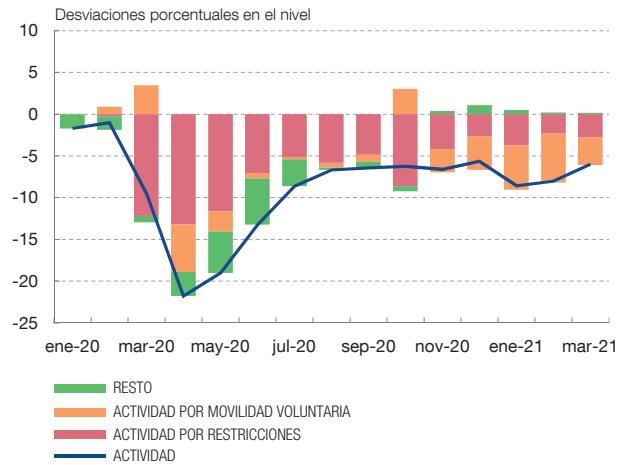
2 MEDIDAS PREVISTAS PARA EL PRIMER SEMESTRE DE 2021, POR TAMAÑO DE EMPRESA



3 FACTORES DETERMINANTES DE LA EVOLUCIÓN DEL Rt EN ESPAÑA (b)



4 INDICADOR MENSUAL DE ACTIVIDAD (c)



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a Comercio al por menor por correspondencia e Internet (INE).  
 b Ghirelli *et al.* (2021). El coeficiente de reproducción efectivo (Rt) mide el número de contagios que genera en promedio cada infectado.  
 c Ghirelli *et al.* (2021). Relación entre las medidas de contención de la pandemia, la movilidad y la actividad económica.



**trabajadores, y también a escala geográfica.** Así, desde un punto de vista sectorial, la pandemia ha tenido una mayor incidencia negativa en aquellas ramas productivas, sobre todo en los servicios, cuya actividad exige un grado relativamente elevado de interacción social —entre las que destacan, por ejemplo, el comercio, la hostelería y las actividades artísticas—. Por tipo de empresa, varios estudios

desarrollados por el Banco de España apuntan a que la crisis sanitaria actual habría producido un mayor incremento de la vulnerabilidad financiera de las pymes (véase el capítulo 3 de este Informe)<sup>17, 18</sup>. Además, la caída de la facturación y del empleo habría sido más acusada en las empresas de menor tamaño, las más jóvenes, las menos productivas y las localizadas en zonas urbanas (véanse gráficos 1.9.1 y 1.9.2)<sup>19</sup>. Por su parte, como se analiza en profundidad en el capítulo 2 de este Informe, dentro del colectivo de trabajadores, aquellos con contrato temporal, más jóvenes y con rentas más bajas se habrían visto particularmente afectados por el deterioro del mercado de trabajo que ha provocado la pandemia de COVID-19 (véase gráfico 1.9.3)<sup>20</sup>.

**El VAB de las ramas de comercio, transporte, hostelería y actividades artísticas y recreativas aún se situaba, en el primer trimestre de 2021, un 21,3% y un 32,8% por debajo de su nivel precrisis, respectivamente** (véase gráfico 1.9.4). En contraposición a estas ramas —las más afectadas por la crisis económica causada por la pandemia de COVID-19—, el sector primario, las actividades financieras y de seguros, y los servicios de Administraciones Públicas (AAPP), sanidad y educación apenas han registrado retrocesos en sus niveles de actividad en los últimos trimestres y, a comienzos de 2021, presentaban un VAB superior al observado a finales de 2019. En relación con esta heterogeneidad sectorial, conviene destacar dos aspectos. En primer lugar, esta disparidad es evidente no solo en términos del VAB, sino también en el comportamiento del empleo, las ventas y el consumo de electricidad, entre otras dimensiones. En segundo lugar, si bien la magnitud de la asimetría sectorial en relación con el impacto de la pandemia alcanzó su máximo durante la primavera de 2020, en el tramo final de ese año y a comienzos de 2021 esta heterogeneidad volvió a ampliarse, en algunos casos significativamente, a raíz del agravamiento de la crisis sanitaria y del endurecimiento de las medidas de contención que tuvieron lugar tras el verano (véase gráfico 1.9.5). En este sentido, es previsible que la brecha sectorial que se ha abierto como consecuencia de esta crisis sanitaria pueda ir cerrándose gradualmente en los próximos trimestres a medida que mejore la situación epidemiológica y avance el proceso de vacunación en nuestro país.

**El impacto de esta crisis también presenta una elevada heterogeneidad geográfica.** La evolución provincial del PIB a lo largo de 2020 ha sido profundamente dispar entre provincias, siendo las insulares y las del arco mediterráneo las más afectadas por la crisis sanitaria (véase gráfico 1.9.6)<sup>21</sup>. Entre los factores que explicarían un mayor impacto económico adverso de la pandemia destacan el

17 Véase, por ejemplo, Blanco *et al.* (2020a, 2020b y 2021).

18 Estos resultados son coherentes con la información disponible para el conjunto del año 2020 en la Central de Balances Trimestral. Véase Menéndez y Mulino (2021b).

19 Véase Fernández-Cerezo *et al.* (2021).

20 Véanse Banco de España (2020e) y Alvargonzález, Pidkuyko y Villanueva (2020).

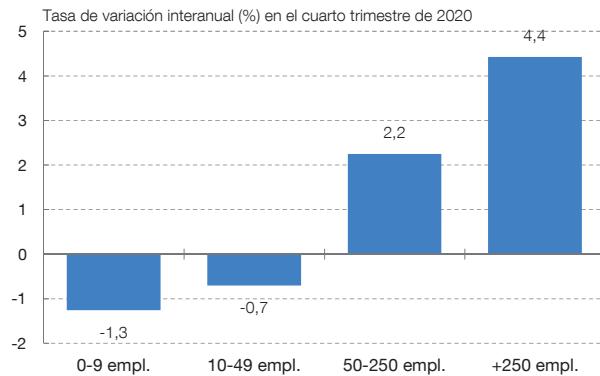
21 Véase Fernández-Cerezo (2021).

Gráfico 1.9

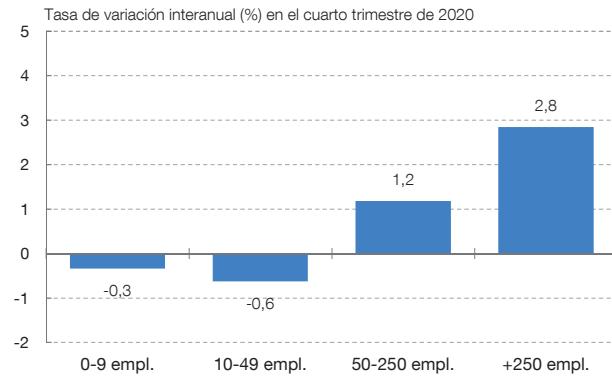
## LA CRISIS SANITARIA ESTÁ TENIENDO UN IMPACTO MUY HETEROGENEO A ESCALA SECTORIAL Y REGIONAL, Y ENTRE DISTINTOS TIPOS DE EMPRESAS Y TRABAJADORES

La pandemia ha tenido una mayor incidencia negativa en aquellas ramas productivas, fundamentalmente los servicios, cuya actividad exige un grado relativamente elevado de interacción social. El impacto de la crisis también ha sido más acusado en las empresas pequeñas y en los trabajadores con contrato temporal, más jóvenes y con rentas más bajas. Desde un punto de vista geográfico, durante 2020 el PIB se habría deteriorado más intensamente en las provincias insulares y en las del arco mediterráneo.

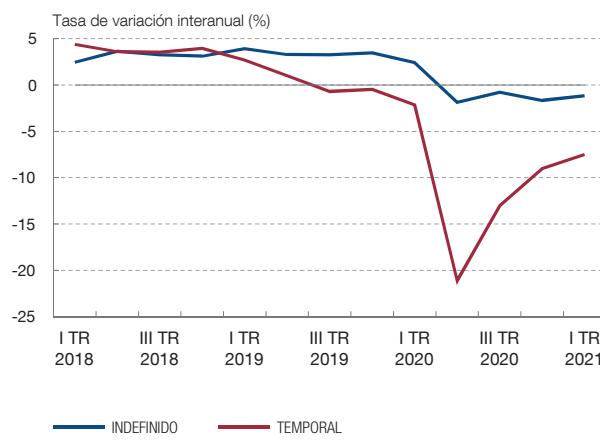
1 EVOLUCIÓN DE LA FACTURACIÓN (DESCONTADA LA MEDIA DEL SECTOR) POR TAMAÑO EMPRESARIAL



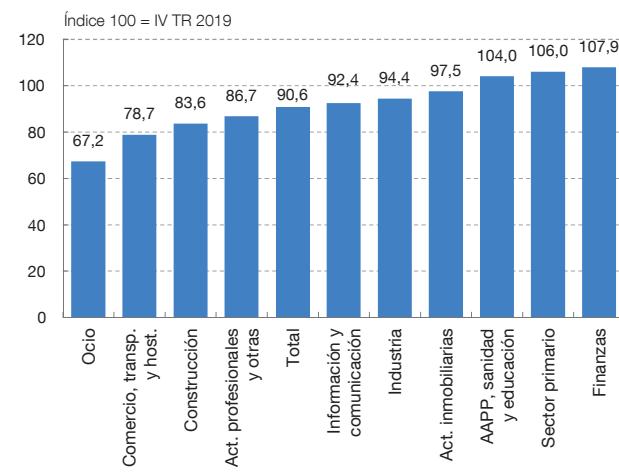
2 EVOLUCIÓN DEL EMPLEO (DESCONTADA LA MEDIA POR SECTOR) POR TAMAÑO EMPRESARIAL



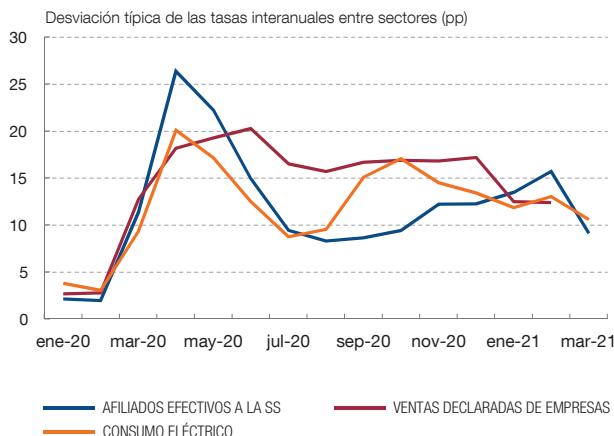
3 EVOLUCIÓN DEL EMPLEO POR TIPO DE CONTRATO



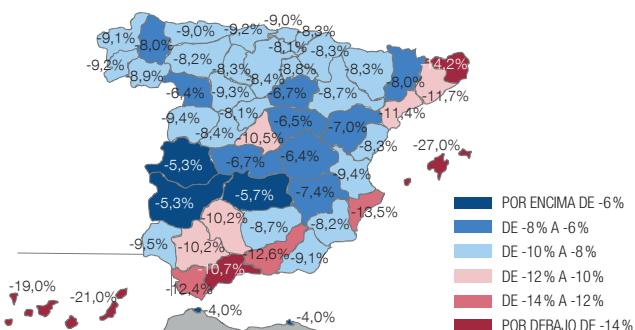
4 VAB EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2021



5 DISPERSIÓN SECTORIAL



6 ESTIMACIÓN DE LA CAÍDA DEL PIB EN 2020, POR PROVINCIAS



FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Hacienda, Ministerio de Trabajo y Economía Social, y Red Eléctrica de España.



mayor peso del turismo, sobre todo extranjero, en la actividad provincial, la mayor proporción de empleo temporal, el menor peso del sector público y niveles más reducidos de movilidad ciudadana<sup>22</sup>.

**Más allá del PIB, el extraordinario impacto negativo de la pandemia sobre la actividad también puede apreciarse en el empleo y en las distintas magnitudes macroeconómicas.** En términos generales, desde el comienzo de la pandemia, en la economía española el empleo ha mostrado una evolución muy similar a la observada para el PIB, con un acusado deterioro en el primer semestre de 2020, una recuperación relativamente intensa en el tercer trimestre del año y un cierto estancamiento, incluso con alguna recaída, desde entonces. Así lo ponen de manifiesto distintos indicadores de empleo en términos efectivos, que consideran el número total de horas trabajadas y tienen en cuenta la situación laboral de los asalariados afectados por un ERTE y de los autónomos en situación de cese de actividad (véase gráfico 1.10.1).

**El elevado recurso de las empresas a los ERTE ha sido el elemento más destacado en el comportamiento del mercado laboral español desde el estallido de la crisis sanitaria.** En efecto, en el momento de mayor deterioro del empleo (abril de 2020) más de 3,5 millones de trabajadores se encontraban afectados por un ERTE en nuestro país (más del 20 % del total). A pesar de la senda de recuperación que se inició entonces, en marzo de 2021 algo más de 740.000 trabajadores aún permanecían incluidos en algún tipo de ERTE, la mayor parte de los cuales pertenecían a las ramas de la hostelería (véase gráfico 1.10.2). El recurso a este mecanismo de ajuste temporal del empleo permitió que, aunque las horas trabajadas cayeran un 10,4 % en el conjunto de 2020 —en línea con la relación histórica observada entre esta medida del factor trabajo y el PIB—, el ajuste del empleo en términos de personas fuera mucho menor de lo habitual (un retroceso del 4,2 %) (véase gráfico 1.10.3). Esto sirvió para mitigar el aumento de la tasa de paro en 2020, que, en cualquier caso, ascendió hasta el 16,1 % de la población activa, 2,3 puntos porcentuales (pp) por encima de su valor a finales de 2019. En este sentido, es importante reseñar que, si se consideraran medidas alternativas de holgura en el mercado de trabajo que tienen en cuenta a los asalariados en ERTE y a los autónomos en cese de actividad, el descenso de la actividad laboral efectiva en 2020 sería notablemente más intenso —por encima del 23 % de la población activa en la media del año— que el apuntado por la tasa de paro (véase gráfico 1.10.4).

**Todos los componentes de la demanda interna, salvo el consumo público, han experimentado fuertes retrocesos desde el comienzo de la pandemia.** En el conjunto de 2020, la demanda interna restó 8,8 pp al avance del producto como

---

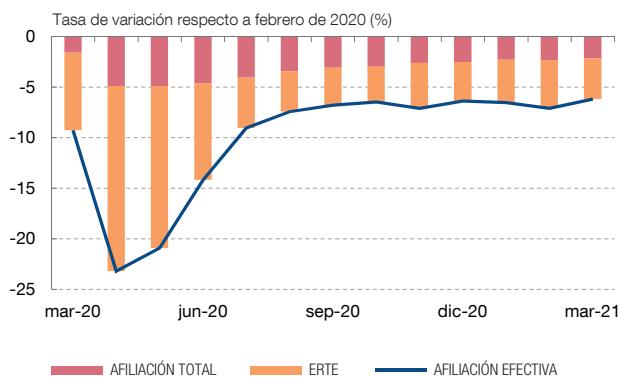
22 Una vez que se tienen en cuenta estos factores, el impacto de la pandemia de COVID-19 sobre la mortalidad a escala provincial (véase gráfico 1.6.2) no parece ser una variable relevante para explicar la heterogeneidad que se observa entre las provincias españolas en cuanto a la evolución del PIB durante 2020.

Gráfico 1.10

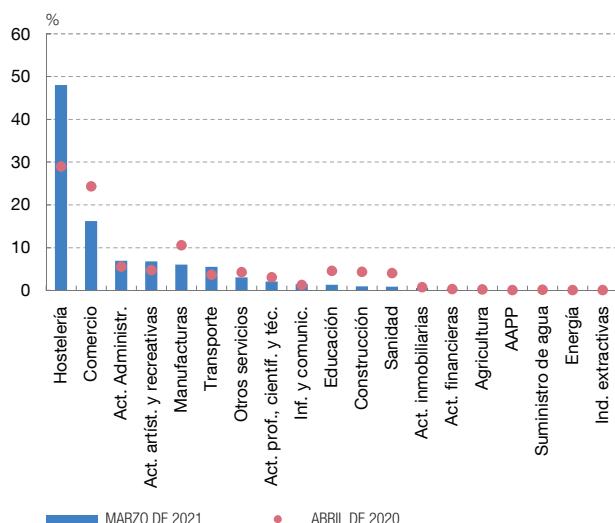
## IMPACTO DE LA CRISIS DEL COVID-19 SOBRE EL MERCADO LABORAL

Desde el comienzo de la pandemia, en la economía española el empleo ha mostrado una evolución muy similar a la observada para el PIB, con un acusado deterioro en el primer semestre de 2020, una recuperación relativamente intensa en el tercer trimestre del año y un estancamiento, incluso con alguna recaída, desde entonces. En todo este período, el elemento más destacado en el comportamiento del mercado laboral ha sido el elevado recurso de las empresas a los ERTE, lo que ha permitido mitigar significativamente el aumento del desempleo.

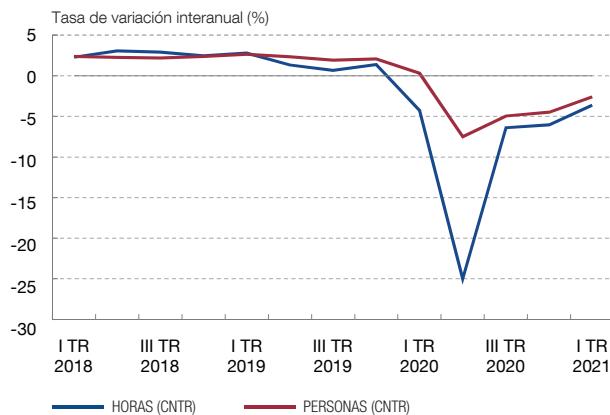
## 1 AFILIACIÓN TOTAL, TRABAJADORES EN ERTE Y AFILIACIÓN EFECTIVA



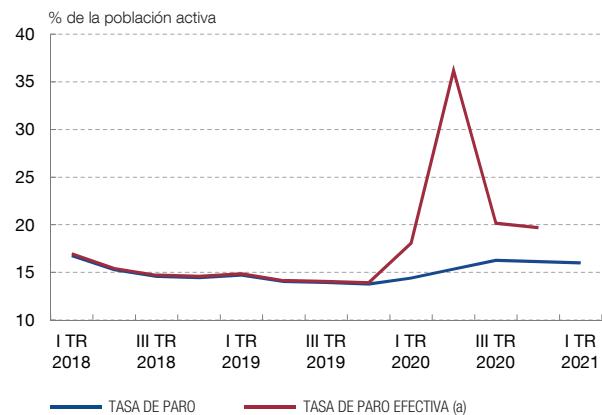
## 2 DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DE LOS TRABAJADORES EN ERTE



## 3 INDICADORES DE EMPLEO



## 4 TASA DE PARO



**FUENTES:** Banco de España, Contabilidad Nacional Trimestral y Encuesta de Población Activa (Instituto Nacional de Estadística), y Ministerio de Trabajo y Economía Social.

a) Tasa de paro efectiva calculada como parados más asalariados en ERTE más autónomos en cese de actividad sobre la población activa. A partir del primer trimestre de 2021, no es posible calcular esta tasa porque la EPA ha dejado de proporcionar información sobre los trabajadores afectados por un ERTE de reducción de jornada.



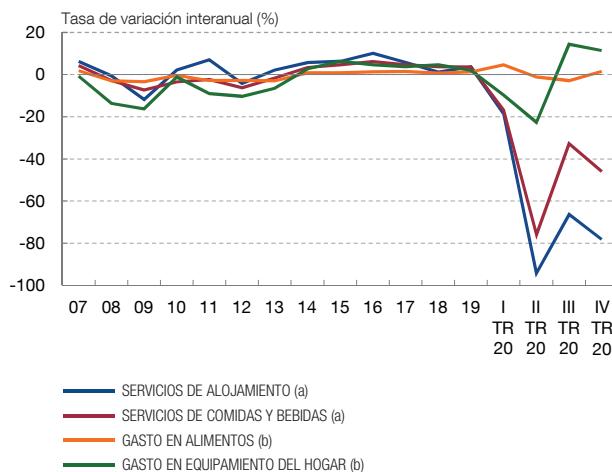
consecuencia de las profundas caídas que registraron todos sus componentes, excepto el consumo público. En efecto, esta última partida mostró un comportamiento distinto al observado en el resto de las principales rúbricas de la demanda interna y aumentó un 3,8 % en 2020, la tasa de crecimiento más elevada desde 2009. Este incremento se debió, fundamentalmente, a las mayores necesidades de gasto que las AAPP debieron abordar en el ámbito sanitario. De acuerdo con la información facilitada por el avance de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) relativa al

Gráfico 1.11

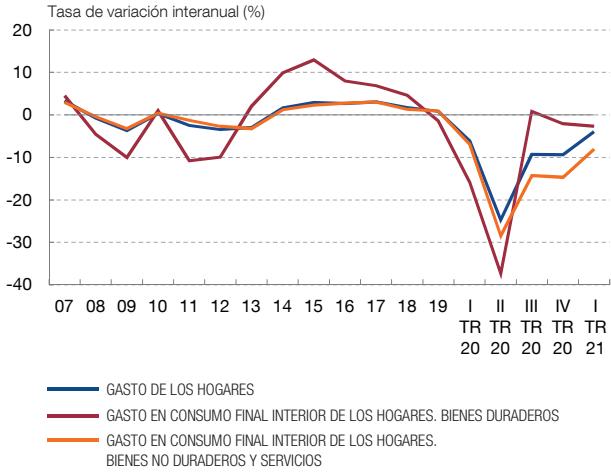
## EL IMPACTO DE LA PANDEMIA SOBRE EL CONSUMO DE LAS FAMILIAS

El consumo de las familias sufrió una caída sin precedentes en 2020, si bien se apreció una gran heterogeneidad en la evolución de los principales componentes del gasto. En particular, el retroceso fue especialmente acusado en las partidas de servicios más afectadas por las restricciones para contener la pandemia —el ocio y la hostelería—, mientras que el gasto en alimentos se incrementó ligeramente. A diferencia de lo observado en otros episodios recesivos recientes, la caída en el gasto en bienes y servicios no duraderos desde el comienzo de la pandemia ha sido algo más intensa que la observada en el gasto en bienes duraderos.

1 INDICADORES DE ACTIVIDAD DEL SECTOR SERVICIOS Y DE GASTO EN BIENES DE CONSUMO DE LOS HOGARES



2 CONSUMO DE LAS FAMILIAS



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Cifra de negocios de las empresas que operan en este sector. Serie corregida de efectos estacionales y de calendario.  
 b Serie en términos reales.



primer trimestre de 2021, esta divergencia en cuanto a la evolución del consumo público y del resto de los componentes de la demanda interna se habría mantenido a comienzos de este año.

**El consumo de las familias se desplomó un 12,4% en 2020, con un comportamiento muy dispar entre las distintas partidas del gasto.** Los indicadores disponibles muestran que, en el conjunto de 2020, el gasto de los hogares en ocio y en hostelería se redujo muy significativamente —por ejemplo, las cifras de negocios de la restauración y de los servicios de alojamiento retrocedieron más de un 40% y casi un 65%, respectivamente— como consecuencia, sobre todo, de las restricciones impuestas para contener la pandemia (véase gráfico 1.11.1). El gasto destinado a equipamiento personal y las matriculaciones de automóviles particulares también experimentaron fuertes caídas, superiores al 25% interanual. En sentido contrario, el gasto en alimentos aumentó ligeramente, un 0,4% en términos reales. Cabe reseñar que, a diferencia de lo observado en otros episodios recesivos recientes, la caída que el gasto en bienes y servicios no duraderos ha experimentado desde el comienzo de la pandemia ha sido algo más intensa que la observada en el gasto en bienes duraderos (véase gráfico 1.11.2). Este comportamiento

se explicaría, en parte, por el aumento del gasto en bienes relacionados con el teletrabajo, como ordenadores, mobiliario y material de oficina<sup>23</sup>.

**La inversión en vivienda retrocedió un 16,6 % en 2020, más intensamente que otros componentes de la inversión, al tiempo que se produjeron algunos cambios en la tipología de las viviendas demandadas.** La iniciación de viviendas y las compraventas accusaron un brusco descenso en los primeros meses de la crisis sanitaria, muy condicionadas por las severas limitaciones a la movilidad y a la actividad impuestas en ese período. A partir de entonces, la actividad en este mercado inició una senda de recuperación gradual, de modo que los visados de obra nueva y las compraventas registradas se situaron, en el conjunto de 2020, cerca de un 20 % por debajo de los niveles observados en 2019. La información más reciente disponible apuntaría, no obstante, a una mayor debilidad de la inversión en vivienda a comienzos de 2021, como sugiere cierta recaída observada en los principales indicadores de actividad del sector. Por otra parte, cabe destacar que, en los últimos meses, se ha observado una mayor preferencia relativa por las viviendas nuevas, unifamiliares, fuera de las grandes ciudades y con un mayor tamaño (véase recuadro 2.1). Estas dinámicas reflejarían, en parte, cambios en la demanda de vivienda de las familias inducidos por la pandemia; por ejemplo, como consecuencia de la búsqueda de espacios más amplios fuera de las grandes ciudades debido a la mayor presencia en el hogar a raíz de las restricciones a la movilidad y del incremento del teletrabajo. En el caso de las viviendas nuevas, también resulta relevante el hecho de que muchas de estas operaciones son el resultado de decisiones formalizadas con anterioridad al estallido de la crisis sanitaria.

**A pesar de sufrir una intensa contracción, la inversión empresarial no presentó en 2020 la fuerte prociclicidad que había mostrado en otros episodios recesivos previos** (véase gráfico 1.12.1)<sup>24</sup>. Por un lado, este comportamiento podría reflejar que las empresas hubieran interpretado que la perturbación asociada a la pandemia fuera, fundamentalmente, de carácter transitorio. Por otro lado, la necesidad de adaptación de las empresas a la nueva coyuntura surgida a partir de la crisis sanitaria podría haber supuesto un impulso a la inversión empresarial, al objeto de avanzar en la digitalización de la actividad, impulsar la implantación del teletrabajo y promover la venta *online*. En este sentido apunta el informe del INE sobre el indicador de confianza empresarial («Módulo de Opinión sobre el Impacto de la COVID-19») del segundo semestre de 2020 y del primero de 2021, que señala que estas tres fórmulas fueron las más utilizadas por las empresas españolas para intentar mantener o recuperar su nivel de actividad

---

23 De acuerdo con los datos del índice del comercio al por menor del INE, las ventas de equipamiento del hogar (que incluyen los ordenadores) descendieron un 2,8 % en 2020 y las del resto de bienes (donde se contabilizan las ventas de material y equipo de oficina, incluidos los muebles) retrocedieron un 5,6 %, frente a la caída del 28 % de las ventas de equipo personal.

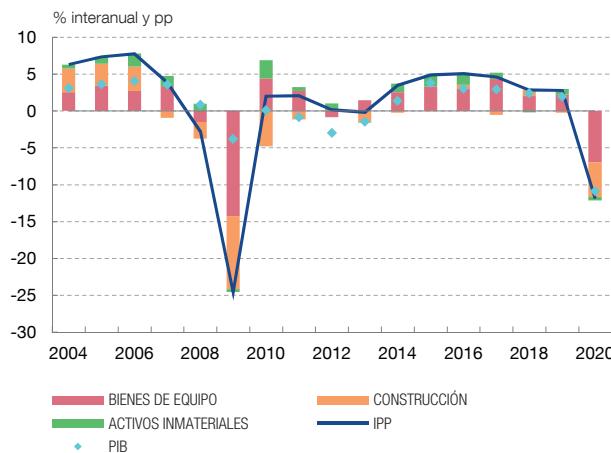
24 En 2009, por ejemplo, la inversión empresarial mostró una caída cinco veces superior a la observada en el PIB. Para un mayor detalle acerca de la prociclicidad de la inversión en España y en otros países europeos, véase Álvarez, Gadea y Gómez-Loscos (2021).

Gráfico 1.12

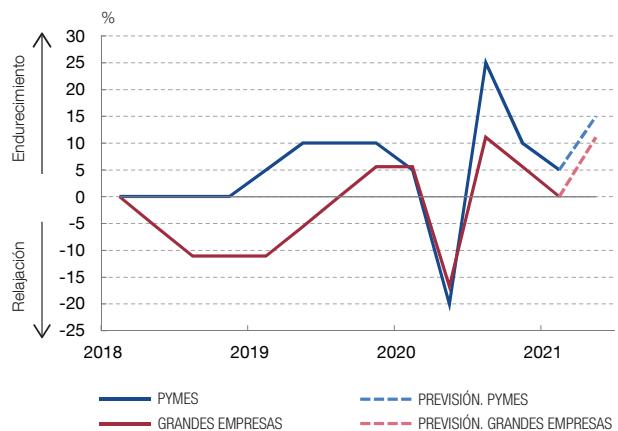
## LA CAÍDA DE LA INVERSIÓN EMPRESARIAL SE HABRÍA VISTO AMORTIGUADA POR EL MANTENIMIENTO DE UNAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN RELATIVAMENTE HOLGADAS

En 2020, la inversión empresarial no presentó la fuerte prociclicidad que había mostrado en otros episodios recesivos previos. Este comportamiento puede explicarse, en parte, por el hecho de que, a pesar de que los criterios de concesión de préstamos se han endurecido en los últimos trimestres, las condiciones de financiación de las empresas han seguido siendo relativamente holgadas durante esta crisis. A esta evolución favorable habrían contribuido las distintas líneas de garantías públicas del ICO que el Gobierno estableció en respuesta a la pandemia y también las múltiples medidas desplegadas por las autoridades monetarias, regulatorias y prudenciales para favorecer la concesión de crédito bancario al sector privado y la estabilidad de los mercados financieros.

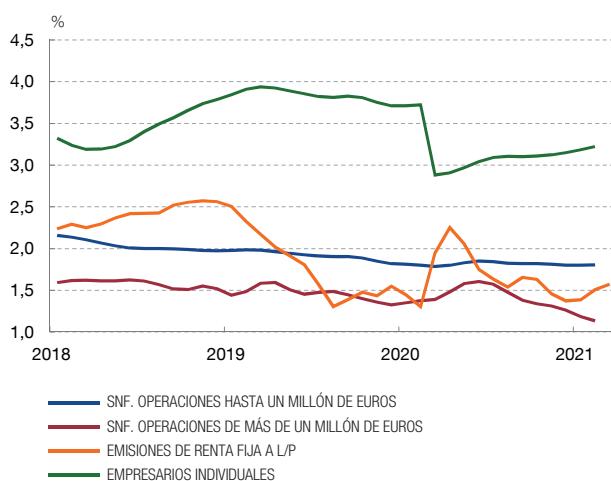
1 INVERSIÓN PRODUCTIVA PRIVADA (IPP) Y PIB



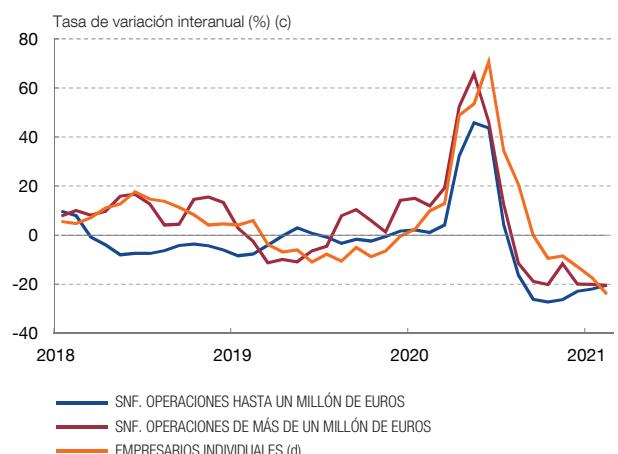
2 EPB: VARIACIÓN DE LOS CRITERIOS DE APROBACIÓN DE PRÉSTAMOS (a)



3 COSTES DE FINANCIACIÓN (b)



4 NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Thomson Reuters Datastream y Banco de España.

a EPB. Indicador = porcentaje de entidades que han endurecido los criterios considerablemente  $\times 1$  + porcentaje de entidades que han endurecido los criterios en cierta medida  $\times 1/2$  – porcentaje de entidades que han relajado los criterios en cierta medida  $\times 1/2$  – porcentaje de entidades que han relajado los criterios considerablemente  $\times 1$ .

b Los tipos de interés de los préstamos bancarios son tipos efectivos definición restringida (TEDR), es decir, no incluyen comisiones ni gastos conexos a los préstamos, y están ajustados por estacionalidad y por el componente irregular.

c Flujo acumulado de tres meses.

d Incluye las nuevas operaciones que son renegociaciones de créditos anteriores.



anterior a la crisis<sup>25</sup>. En esta dirección apuntaría también el hecho de que la inversión en activos intangibles —que comprende, en parte, las inversiones en tecnologías de la información y la comunicación necesarias para impulsar la digitalización de las actividades productivas— haya sido, por el momento, la que ha sufrido con una menor intensidad los efectos de la pandemia<sup>26</sup>.

**El hecho de que las condiciones de financiación para las empresas no se hayan deteriorado de forma significativa en esta crisis también habría contribuido a amortiguar la caída de la inversión empresarial.** En efecto, a diferencia de lo que ha sucedido tradicionalmente en otras fases contractivas, en la crisis actual las condiciones de financiación de las empresas han seguido siendo relativamente holgadas. Así, aunque los criterios de aprobación de los préstamos se han endurecido en los últimos trimestres, hasta ahora este endurecimiento ha sido relativamente moderado y el coste de financiación se ha mantenido en niveles muy reducidos (véanse gráficos 1.12.2-1.12.4). A estas dinámicas favorables habrían contribuido las distintas líneas de garantías públicas gestionadas por el ICO que el Gobierno estableció en respuesta a la pandemia y también las múltiples medidas desplegadas por las autoridades monetarias, regulatorias y supervisoras para favorecer la concesión de crédito bancario al sector privado y la estabilidad de los mercados financieros.

**La demanda externa neta también contribuyó negativamente al avance del PIB en 2020 (en 2 pp).** Esta aportación negativa se explica por un retroceso más intenso de las exportaciones (un 20,2 %) que de las importaciones (un 15,8 %). La caída de las exportaciones reflejó, en primer lugar, la fuerte contracción de los mercados de exportación en 2020. Esta fue algo más acusada que la experimentada por el conjunto del comercio mundial, ya que la UE y América Latina, áreas cuya participación en las exportaciones españolas es muy significativa, se situaron entre las regiones mundiales donde la pandemia de COVID-19 presentó una mayor incidencia (véase gráfico 1.13.1). En segundo lugar, el elevado peso que tiene el turismo en la estructura exportadora española, uno de los sectores más afectados por las medidas de contención de la pandemia desplegadas a escala internacional, supuso un lastre adicional para el dinamismo de las ventas de nuestro país al exterior. En cuanto a las importaciones, su evolución durante 2020 se enmarcó en un contexto de ajuste sustancial y generalizado de la demanda final, que afectó más negativamente a aquellos componentes con un mayor contenido importador, como los automóviles, la inversión en equipo y las exportaciones (véanse gráficos 1.13.2 y 1.13.3). En sentido contrario, la crisis sanitaria impulsó las compras

---

25 Véase la nota de prensa del INE «[Indicador de Confianza Empresarial \(ICE\), Módulo de Opinión sobre el Impacto de la COVID-19](#)», publicada el 21 de enero de 2021.

26 Esta mayor resistencia de la inversión en activos intangibles también podría ser, en parte, una consecuencia del impacto heterogéneo de la crisis sobre las empresas, ya que, en general, las compañías que más invierten en activos intangibles tienden a ser las de mayor tamaño, las más productivas y las más innovadoras. Estas empresas serían, precisamente, las que menos se habrían visto afectadas por la crisis económica causada por la pandemia y, por tanto, las que menos habrían tenido que reducir sus planes de inversión. Véase [Banco Europeo de Inversiones](#) (2021).

Gráfico 1.13

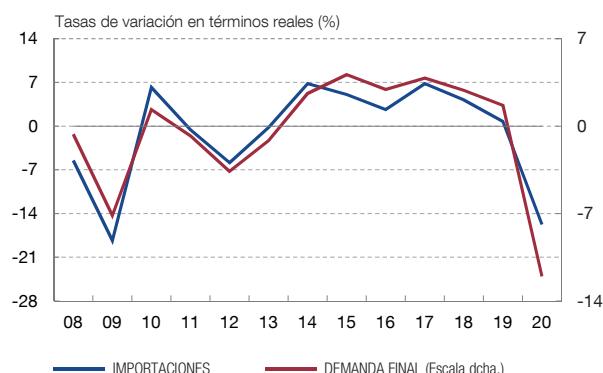
### LA DEMANDA EXTERNA NETA CONTRIBUYÓ NEGATIVAMENTE A LA EVOLUCIÓN DEL PIB EN 2020

Esta aportación negativa se explica por la intensa caída que sufrieron las exportaciones españolas, fundamentalmente como consecuencia del desplome de las exportaciones turísticas, que fue mayor que el retroceso que mostraron las importaciones, afectadas por la debilidad de la demanda final. Estas dinámicas contribuyeron, en parte, a que la capacidad de financiación de la economía española se redujera en 2020, en un contexto en el que la posición deudora neta con el resto del mundo aún permanece en niveles elevados.

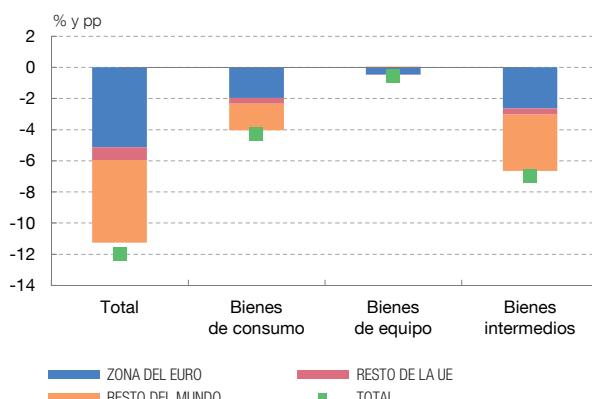
#### 1 EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES



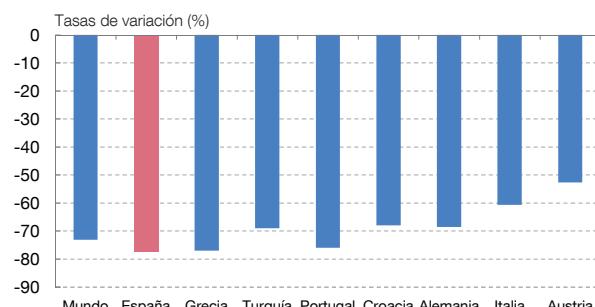
#### 2 IMPORTACIONES Y DEMANDA FINAL



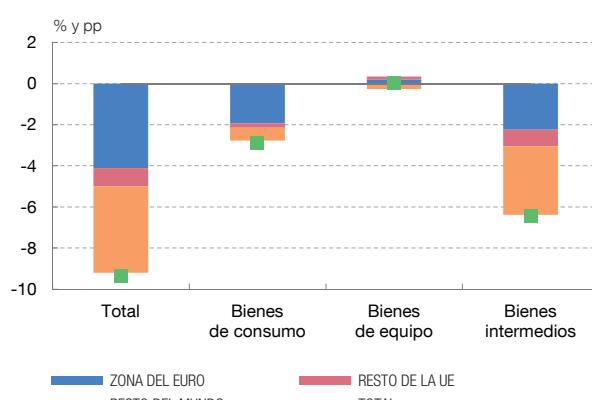
#### 3 EVOLUCIÓN DE LAS IMPORTACIONES REALES DE BIENES. AÑO 2020



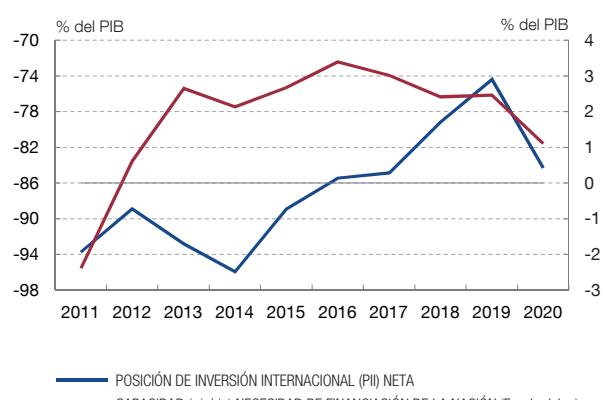
#### 4 LLEGADAS DE TURISTAS INTERNACIONALES. AÑO 2020



#### 5 EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES REALES DE BIENES. AÑO 2020



#### 6 CAPACIDAD (+) / (-) NECESIDAD DE FINANCIACIÓN DE LA NACIÓN Y PII NETA



**FUENTES:** Banco Central Europeo, Banco de España, Departamento de Aduanas, Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, Instituto Nacional de Estadística y Organización Mundial del Turismo.



de medicamentos y productos médicos, que mostraron un comportamiento muy dinámico<sup>27</sup>.

**Los ingresos asociados al turismo extranjero cayeron un 75,9 % en 2020 en términos reales.** A este desplome contribuyeron, de manera directa, las restricciones a la movilidad internacional —establecidas por España y por los principales países de origen de los turistas extranjeros que visitan nuestro país— y a la actividad hotelera y de ocio, que estuvieron vigentes durante buena parte del ejercicio. Las cautelas sanitarias frente a los desplazamientos por parte de los posibles turistas también habrían supuesto un lastre adicional para la demanda de los servicios turísticos. De este modo, las entradas y el gasto de los turistas extranjeros en nuestro país sufrieron una contracción sin precedentes —de alrededor del 80%— durante 2020, dinámica que ha continuado en el tiempo transcurrido de 2021. Conviene destacar, además, que la caída de las entradas de turistas en España durante el pasado ejercicio fue más intensa que la observada a escala global y en los principales destinos europeos (véase gráfico 1.13.4). Esto habría sido consecuencia, al menos parcialmente, de la situación epidemiológica más desfavorable que se observó en España, en comparación con otros países de nuestro entorno, precisamente durante la temporada estival, la de mayor relevancia en términos de la actividad turística anual.

**Las exportaciones de bienes, a pesar de contraerse un 8,9 % el pasado año, son las que han mostrado un mejor comportamiento relativo desde el comienzo de la pandemia.** La menor incidencia de las medidas de contención de la pandemia sobre la actividad manufacturera global, en comparación con su impacto en los servicios, habría mitigado los efectos adversos de esta crisis sanitaria sobre el comercio internacional de bienes. En todo caso, en 2020 se produjo un descenso apreciable de las exportaciones españolas de bienes, retroceso que fue generalizado por áreas geográficas —aunque algo más intenso en las destinadas a los mercados extracomunitarios— y que afectó especialmente a los bienes más integrados en las cadenas globales de producción (véase gráfico 1.13.5). En este sentido, la caída de las exportaciones de bienes fue particularmente pronunciada en los productos intermedios industriales y de automóviles, mientras que las exportaciones de bienes de equipo —sostenidas en buena medida por los equipos informáticos y aparatos médico-quirúrgicos—, de alimentos y, sobre todo, de medicamentos y productos médicos mostraron una mayor fortaleza.

**Las perspectivas apuntan a una reactivación gradual de las exportaciones de bienes a lo largo del primer semestre de 2021, tras la recaída que sufrieron a comienzos del año.** De acuerdo con los datos de Aduanas, las ventas reales de bienes al exterior disminuyeron un 1,9 % interanual en febrero —lo que muestra un retroceso generalizado por tipos de bienes y mercados—, afectadas por el deterioro

---

27 Véase García, Martín y Viani (2020).

de la crisis sanitaria en Europa. En el caso de las exportaciones al Reino Unido, que descendieron significativamente, se sumaron otros factores de carácter transitorio. Entre estos figuran la adaptación a los nuevos trámites aduaneros tras el *brexit*, el fuerte ascenso de las importaciones británicas que tuvo lugar en el tramo final de 2020 para evitar posibles problemas de abastecimiento y los controles implantados a los transportistas que cruzan el canal de la Mancha para impedir la propagación de la variante británica del COVID-19. No obstante, los indicadores más recientes apuntan a una recuperación de las exportaciones españolas de bienes en los próximos meses, más pronunciada en los mercados extracomunitarios, en línea con el comportamiento expansivo de los nuevos pedidos de exportación del PMI de manufacturas de España, que mejoró sensiblemente en febrero y marzo, en un contexto de recuperación paulatina del comercio global.

**La capacidad de financiación de la economía española se ha reducido como consecuencia de la crisis, en un contexto en el que la posición deudora neta con el resto del mundo permanece en niveles elevados** (un 84,3 % del PIB a finales de 2020). En 2020, la capacidad de financiación de la economía española se situó en el 1,1 % del PIB, 1,4 pp menos que en 2019, según los datos de la Cuenta del Resto del Mundo de la Contabilidad Nacional (véase gráfico 1.13.6). Esta disminución se explica, principalmente, por el descenso del superávit de turismo, que se contraíó 2,4 pp, hasta el 0,7 % del PIB. De menor magnitud fue el deterioro del superávit de otros servicios, de 0,4 pp, hasta el 1,6 % del PIB. Esta evolución solo se compensó parcialmente gracias a la significativa reducción del déficit de bienes, de 1,3 pp, hasta situarse en el 0,8 % del PIB. La mejora del saldo de bienes se produjo tanto en las importaciones energéticas netas —en un contexto de disminución de la cantidad de petróleo importado y de sus precios en euros— como en el saldo no energético —que pasó a registrar un superávit fruto de un ajuste de las importaciones de bienes más acusado que el de las exportaciones—. El déficit agregado de las balanzas de rentas primarias y secundarias se redujo 0,4 pp, hasta el 0,4 % del PIB, impulsado por las transferencias procedentes de la UE, mientras que el superávit de la cuenta de capital disminuyó levemente (0,2 pp, hasta el 0,2 % del PIB).

**Las cuentas públicas sufrieron un deterioro muy significativo en 2020.** En particular, el déficit de las AAPP se elevó hasta el 11 % del PIB, 8,1 pp más que en 2019, y la ratio de deuda pública sobre el PIB cerró el ejercicio en el 120 %, 24,5 pp por encima del nivel registrado a finales de 2019 (véanse gráficos 1.14.1 y 1.14.2). Una proporción del déficit de 2020 (0,9 pp) se explica por la reclasificación de la Sareb como parte de las AAPP<sup>28</sup>. Excluido este efecto, el incremento del déficit

---

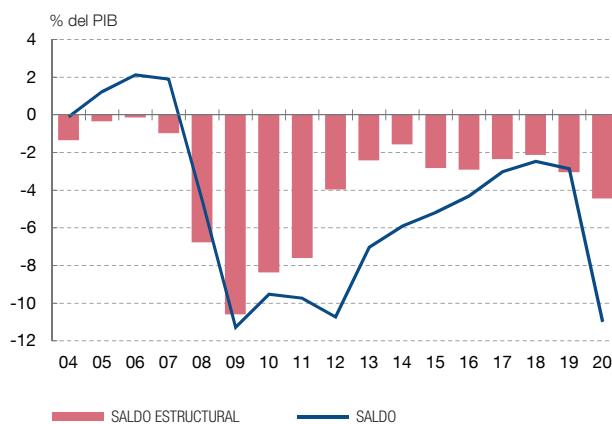
28 La negativa evolución de las cuentas financieras de la Sareb llevó a Eurostat a decidir su inclusión como parte de las AAPP, lo que supone la absorción por estas del valor neto negativo de la entidad a cierre de 2020. Contablemente, esta operación de reclasificación se registra de dos maneras. Por un lado, se contabiliza como una transferencia de capital desde las AAPP hasta el resto de los agentes residentes, lo que implica un aumento del gasto. Por otro, se asume que la deuda de la entidad financiera es parte de la deuda de las AAPP, lo que supone un aumento de esta última.

Gráfico 1.14

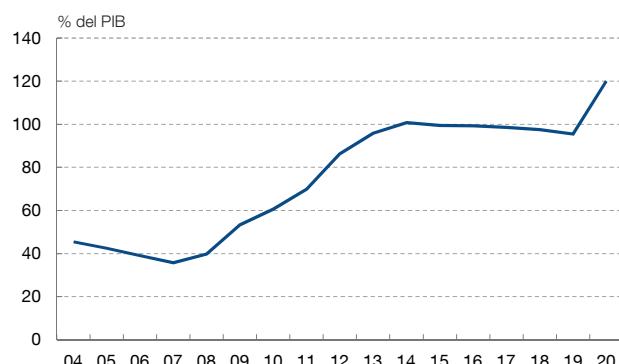
## LAS CUENTAS PÚBLICAS SUFRIERON UN DETERIORO MUY SIGNIFICATIVO EN 2020

En 2020, el déficit de las AAPP se elevó hasta el 11 % del PIB, 8,1 pp más que en 2019, debido al fuerte crecimiento de los gastos, a la reclasificación como AAPP de la Sareb y a un deterioro menos intenso, pero también significativo, de los ingresos. Por su parte, la ratio de deuda pública sobre el PIB cerró el ejercicio en el 120 %, 24,5 pp por encima del nivel registrado a finales de 2019, lo que supone una considerable fuente de vulnerabilidad para la economía española de cara al futuro.

1 SALDO TOTAL Y ESTRUCTURAL DE LAS AAPP



2 EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA



3 INGRESOS Y GASTOS DE LAS AAPP

Porcentajes del PIB	2019	2020	2020-2019	Tasa interanual (%)
Ingresos	39,2	41,3	2,1	-5,0
Impuestos indirectos	11,5	11,2	-0,2	-11,8
Impuestos directos	10,4	11,2	0,8	-3,0
Cotizaciones sociales	12,9	14,4	1,5	0,8
Resto de los ingresos (a)	4,4	4,5	0,0	-9,0
Gastos	42,1	52,3	10,2	12,0
Remuneración	10,8	12,5	1,7	4,5
Otros gastos en consumo final	7,8	8,9	1,1	2,9
Prestaciones sociales	15,8	20,3	4,5	15,9
Intereses efectivos pagados	2,3	2,2	0,0	-11,1
Formación bruta de capital (a)	2,1	2,5	0,4	8,4
Otros (b)	3,2	5,7	2,5	58,9
Saldo	-2,9	-11,0	-8,1	
Deuda	95,5	120,0	24,5	

**FUENTES:** Banco de España, Intervención General de la Administración del Estado y Ministerio de Hacienda.

- a En 2020 incluye 1.745 millones de euros (0,16 % del PIB) por la reversión al Estado de varios tramos de autopistas, con impacto nulo en el saldo.
- b En 2020 incluye un 0,7 % del PIB en subvenciones destinadas a cubrir cotizaciones sociales de las empresas y de los autónomos, y un 0,9 % en transferencias de capital por el valor neto negativo de la Sareb. Excluido este último efecto, los gastos crecerían un 10,1 % interanual en 2020.



público el pasado año respondió, sobre todo, al fuerte crecimiento de los gastos, que se elevaron un 10,1 %, si bien los ingresos también se deterioraron sensiblemente y retrocedieron un 5 % (véase gráfico 1.14.3). Por su parte, el aumento de la ratio de deuda pública fue consecuencia tanto de las mayores necesidades de financiación de las AAPP en 2020 como del fuerte descenso del PIB nominal. Además, la reclasificación de la Sareb supuso la reconsideración de su deuda (por valor de un 3 % del PIB) como deuda pública. En todo caso, el deterioro de las cuentas públicas habría sido superior y más persistente, a medio plazo, de no haberse habilitado las políticas puestas en marcha para mantener las rentas de empresas y de familias desde el inicio de la pandemia.

**En torno al 85 % del aumento del gasto público que se registró el año pasado (excluido el efecto de la reclasificación de la deuda de la Sareb) estaría relacionado con la pandemia.** En particular, este gasto se habría materializado en forma de mayores prestaciones sociales a trabajadores y a autónomos, subvenciones de cotizaciones sociales a las empresas y mayores gastos sociosanitarios por parte de las AAPP. Por partidas presupuestarias, casi la mitad del incremento observado en el gasto público se debió a las prestaciones sociales, entre las que destacan las concedidas por desempleo y cese de actividad de autónomos, que pasaron de representar el 1,5 % del PIB en 2019 a suponer el 3,7 % en 2020. Por su parte, la demanda de consumo de las AAPP mantuvo un notable dinamismo —aunque creció a tasas más similares a las de 2019—, y la inversión pública —corregida del impacto extraordinario de la reversión al Estado de varios tramos de autopistas— creció moderadamente. En sentido contrario, cabe reseñar que, a pesar del aumento tan significativo que se observó en la deuda pública, el gasto en intereses volvió a reducirse.

**La caída de los ingresos se debió principalmente a los impuestos indirectos, cuya recaudación se contrajo un 11,8 %, en línea con el comportamiento de la actividad.** En cambio, destacó la resistencia que mostró la recaudación a través de impuestos directos, que únicamente se redujo un 3 %, y de cotizaciones sociales, que incluso se incrementó un 0,8 %. El comportamiento de estas partidas se vio favorecido por el efecto positivo que tuvieron algunas de las medidas desplegadas por el Gobierno para hacer frente a la pandemia sobre las bases que determinan estos ingresos, en especial el aumento de las prestaciones sociales y la asunción por parte de las AAPP del pago de las cotizaciones sociales de los trabajadores en ERTE y de los autónomos en cese de actividad. Como consecuencia de estas dinámicas, el peso de los ingresos públicos sobre el PIB se elevó en 2,1 pp el pasado año.

**El impacto de la pandemia sobre los precios de consumo ha sido, por el momento, netamente desinflacionista.** En promedio anual, tanto la inflación general —medida como la tasa de variación del índice armonizado de precios de consumo (IAPC)— como la inflación subyacente —IAPC, excluidos la energía y los alimentos— se redujeron de forma muy acusada en 2020, hasta el -0,3 % y el 0,5 %,

respectivamente (1,1 pp y 0,6 pp por debajo de las tasas observadas en 2019). Si bien la mayoría de las partidas mostraron un claro perfil de desaceleración desde el comienzo de la pandemia, el comportamiento de la inflación en 2020 estuvo fundamentalmente ligado a la intensa caída que experimentaron los precios energéticos –tanto del petróleo como de la electricidad y el gas– y a la acusada desaceleración que se observó en los precios de los servicios (véase gráfico 1.15.1). En sentido contrario, los precios de los alimentos se aceleraron en el primer semestre del año –debido, en parte, al incremento de la demanda de los hogares, pero también a algunos factores de oferta– y, a partir de entonces, fueron moderando su ritmo de crecimiento interanual hasta registrar tasas similares a las observadas antes de la pandemia.

**Casi un 80 % de las partidas del IAPC se vieron afectadas significativamente como consecuencia de la crisis sanitaria.** De acuerdo con las estimaciones realizadas por el Banco de España, en lo que respecta a la inflación subyacente, el 33 % de las partidas que recogen la evolución de los precios de los bienes industriales no energéticos y el 46 % de las que lo hacen para los servicios (cuyos pesos suponen un 16 % y un 32 % dentro del índice, respectivamente) habrían registrado una disrupción significativa en su trayectoria desde el comienzo de la pandemia<sup>29</sup>. La mayoría de estas partidas sensibles al COVID-19 habrían contribuido al descenso de la inflación subyacente el pasado año (véase gráfico 1.15.2). En efecto, estas partidas explicarían una parte (0,8 pp) de la caída (1,2 pp) que se observó en la inflación subyacente entre enero y diciembre de 2020. En sentido contrario, cabe reseñar que algunas de las partidas cuyos precios se vieron distorsionados por el estallido de la pandemia de COVID-19 habrían mostrado, en los últimos meses, un crecimiento de los precios anormalmente alto. Este sería el caso, por ejemplo, de la partida de equipos electrónicos.

**Destaca la intensa desaceleración, e incluso las caídas, que han registrado los precios de los paquetes turísticos, de los servicios de alojamiento y del transporte aéreo.** La evolución de los precios de estas partidas contribuyó en 1,3 pp a la reducción observada en la tasa de variación del agregado de servicios en 2020. Conviene señalar, no obstante, que en nuestro país la medición de algunos de estos precios durante el primer estado de alarma presentó evidentes complicaciones –debido, fundamentalmente, al cierre de la inmensa mayoría de los establecimientos que proveen estos servicios–, lo que exigió realizar estimaciones indirectas de estos<sup>30</sup>. Todo ello supone una dificultad adicional a la hora de valorar las anomalías que se han observado en la evolución mensual de estos precios (véase gráfico 1.15.3).

---

29 Para identificar estas partidas sensibles al COVID-19, se estiman regresiones de las tasas interanuales de las clases de partidas del IAPC con una *dummy* que toma valor 1 a partir de marzo de 2020. Se consideran clases sensibles al COVID-19 aquellas para las que el coeficiente de esta *dummy* resulta significativamente diferente de cero, con un nivel de confianza del 95 %.

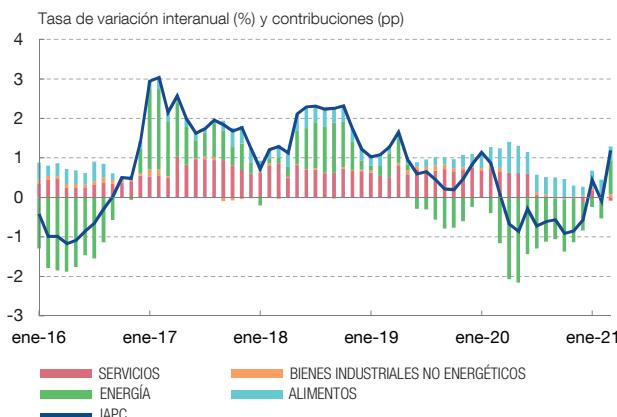
30 Véase Sánchez (2020).

Gráfico 1.15

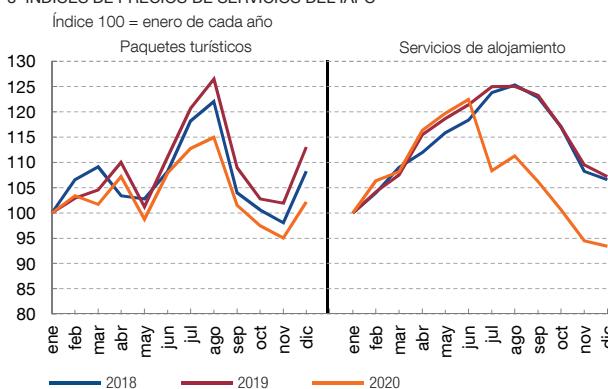
## EL IMPACTO DE LA PANDEMIA SOBRE LOS PRECIOS DE CONSUMO HA SIDO, POR EL MOMENTO, DESINFLACIONISTA

Si bien la mayoría de las partidas del IAPC mostraron un claro perfil de desaceleración desde el comienzo de la pandemia, en 2020 el comportamiento de la inflación estuvo fundamentalmente ligado a la intensa caída que experimentaron los precios energéticos, tanto del petróleo como de la electricidad y el gas, y a la acusada desaceleración que se observó en los precios de los servicios. En particular, destacó la intensa desaceleración, e incluso las caídas, que registraron los precios de los paquetes turísticos, de los servicios de alojamiento y del transporte aéreo. La inflación ha mostrado una considerable volatilidad a comienzos de 2021, si bien se sigue esperando un aumento de la inflación subyacente muy gradual en los próximos trimestres, en un contexto en el que el incremento de los costes salariales probablemente sea limitado.

1 IAPC



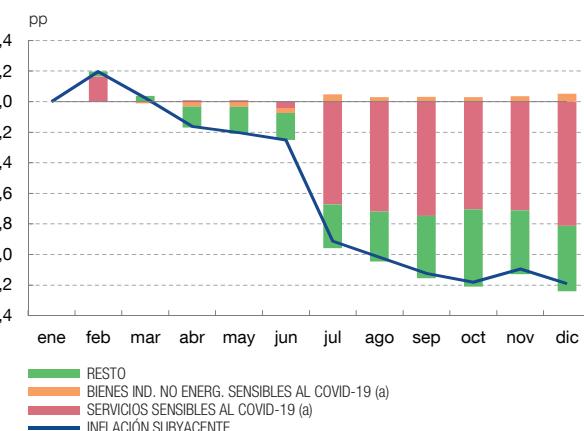
3 ÍNDICES DE PRECIOS DE SERVICIOS DEL IAPC



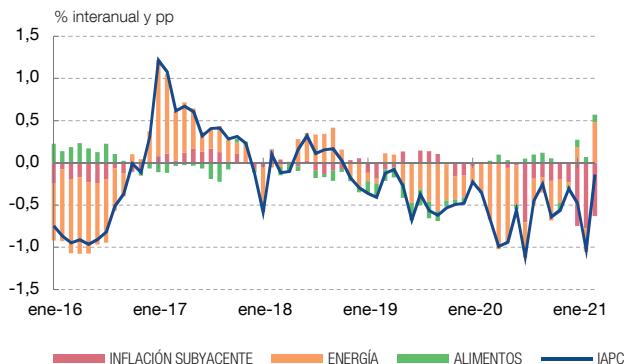
5 COSTES LABORALES POR TRABAJADOR Y POR HORA



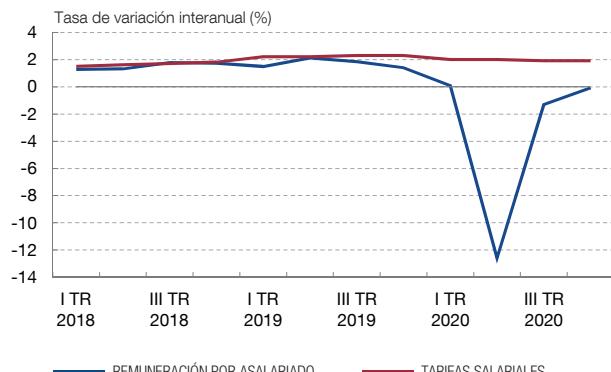
2 CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE EN 2020



4 CONTRIBUCIONES AL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN ENTRE ESPAÑA Y LA UEM



6 REMUNERACIÓN POR ASALARIADO Y TARIFAS SALARIALES



**FUENTES:** Banco de España, Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo y Economía Social.

a Partidas cuyo coeficiente resulta significativo al 95 % de confianza en las regresiones de las tasas interanuales con una *dummy* que toma valor 1 a partir de marzo de 2020.



**En 2020, el diferencial de inflación entre España y la UEM (–0,6 pp) resultó ligeramente superior al del año anterior (–0,4 pp).** No obstante, la desaceleración de los precios energéticos fue algo más intensa en España que en el conjunto de la zona del euro, mientras que los precios de los alimentos crecieron a un mayor ritmo en nuestro país en la segunda mitad del año (véase gráfico 1.15.4). Por su parte, la inflación subyacente evolucionó de forma similar en ambas zonas en el primer semestre y, posteriormente, registró una caída más acusada en España.

**La inflación ha mostrado una considerable volatilidad a comienzos de 2021, si bien se sigue esperando un aumento muy gradual de la inflación subyacente a medio plazo.** La volatilidad de la inflación en los primeros meses de este año se ha debido, fundamentalmente, a las oscilaciones que se han producido en las tasas interanuales de crecimiento de los precios energéticos —en especial, de la electricidad— y, en menor medida, de los precios de los alimentos y de las partidas ligadas al turismo. En ausencia de nuevas perturbaciones, en los próximos meses se espera que la tasa de inflación aumente hasta valores en el entorno del 2 %. Este repunte de la inflación sería resultado, inicialmente, de una mayor contribución de los precios energéticos (el 75 % del incremento de la tasa interanual del componente energético entre febrero y abril se explicaría por efectos base, y el 25 % restante, por el encarecimiento reciente), que han alcanzado valores positivos en el mes de marzo, y, a partir del verano, de la corrección de los efectos base que están asociados a los acusados descensos que se observaron en los precios de muchas partidas a lo largo de 2020. Asimismo, el avance de la campaña de vacunación —en España y a escala global— y la recuperación gradual que se prevé de la demanda agregada contribuirían positivamente al comportamiento futuro de los precios. En cualquier caso, es importante destacar que, más allá de aspectos técnicos, las presiones inflacionistas a corto y a medio plazo se mantienen relativamente contenidas, dado el elevado grado de holgura en la economía. En particular, la información disponible sobre la evolución reciente de los costes salariales en nuestro país, si bien se encuentra parcialmente distorsionada por la contabilización de los trabajadores en ERTE y por la práctica parálisis de la negociación colectiva desde marzo de 2020, apuntaría a una relativa atonía de los incrementos salariales en los próximos meses (véanse gráficos 1.15.5 y 1.15.6).

### 3.2 Las principales fuentes de incertidumbre

**Algunos factores de riesgo que condicionaban las perspectivas de la economía española se han visto mitigados recientemente.** En los últimos meses, la confirmación de la efectividad de las vacunas contra el COVID-19 y el avance del proceso de vacunación limitan notablemente las posibilidades de que puedan materializarse escenarios epidemiológicos muy adversos que vuelvan a afectar de forma abrupta al comportamiento de la actividad económica. Asimismo, en el ámbito externo, el acuerdo de salida del Reino Unido de la UE alcanzado a finales de 2020 y

los planes de estímulo fiscal aprobados en Estados Unidos en diciembre de 2020 y en marzo de 2021 han reducido de forma notable los riesgos a la baja que, a finales del pasado año, presentaba la actividad económica global a corto plazo.

**A pesar de estos desarrollos, las perspectivas económicas españolas aún permanecen sujetas a un elevado grado de incertidumbre.** Entre los distintos factores que condicionan estas perspectivas, la evolución de la pandemia y la velocidad de la campaña de vacunación siguen siendo relevantes, hasta que se alcance un elevado grado de inmunización de la población frente al COVID-19. No obstante, más allá de la evolución de los aspectos sanitarios, otros factores, de naturaleza más económica, han adquirido recientemente una mayor relevancia a la hora de determinar el grado de dinamismo de la economía española en el futuro. Entre estos factores destacan el grado de ejecución y de efectividad del programa NGEU en nuestro país (véase capítulo 2), la capacidad de adaptación de las políticas económicas a las circunstancias cambiantes de la crisis (véase epígrafe 4), la magnitud de las secuelas que la pandemia pueda haber dejado sobre el tejido productivo y el mercado laboral español, y la velocidad de reversión de algunos cambios en el comportamiento de los agentes inducidos por la crisis (en particular, el intenso repunte de la tasa de ahorro de los hogares y la caída intensa de las exportaciones turísticas). En este epígrafe se abordan algunas de estas fuentes de incertidumbre (véase esquema 1.1), mientras que las restantes son objeto de un análisis más detallado en otras secciones de este Informe.

**Los hogares españoles han acumulado una importante bolsa de ahorro desde el comienzo de la pandemia.** En el conjunto de 2020, el ahorro de las familias españolas fue casi 6 pp de PIB superior al observado, en promedio, en los cinco años anteriores. En un contexto en el que las rentas de los hogares han estado sostenidas, en parte, por las ayudas públicas que se han concedido para mitigar los efectos de la crisis sanitaria, esta acumulación de ahorro habría operado principalmente a través de dos canales. En primer lugar, el ahorro habría aumentado por motivos de precaución, ante una situación sanitaria y económica muy incierta. Un segundo factor que habría impulsado el incremento del ahorro serían las dificultades que los hogares españoles habrían encontrado en los últimos trimestres para alcanzar su nivel de consumo deseado en determinados bienes y servicios como consecuencia de las medidas de contención de la pandemia. De acuerdo con las estimaciones del Banco de España, este ahorro, de carácter forzoso, supondría la mayor parte del total acumulado desde el comienzo de la crisis sanitaria (véase gráfico 1.16.1)<sup>31</sup>.

**Es difícil precisar a qué ritmo se liberará esta bolsa de ahorro en el futuro, lo que supone un determinante clave para la evolución del consumo privado.** En los próximos meses, a medida que la situación epidemiológica mejore y la incertidumbre se reduzca, es de esperar que una parte de la bolsa de ahorro que los

---

31 Véase Cuenca, Martínez y Del Río (2021).



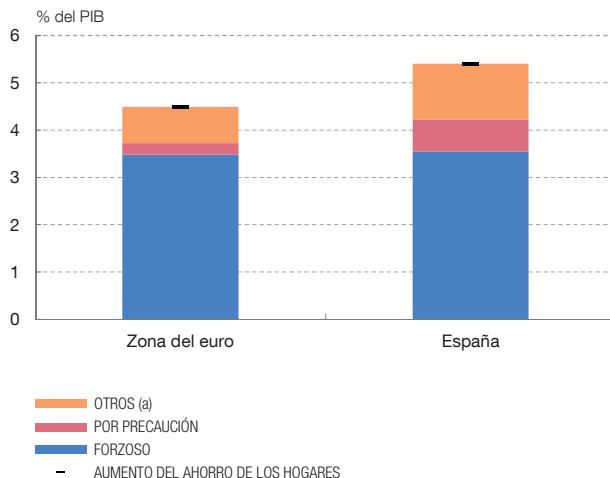
FUENTE: Banco de España.

hogares españoles han acumulado desde el comienzo de la pandemia —fundamentalmente, en forma de depósitos bancarios— pueda destinarse al consumo, imprimiendo un mayor vigor a la recuperación de este componente de la demanda. La intensidad con la que operará este canal es, no obstante, muy incierta. En particular, dicha intensidad dependerá de en qué medida esta crisis vaya a suponer un aumento persistente del componente precautorio del ahorro de los hogares. También dependerá de la eventual presencia y relevancia del canal ricardiano, según el cual los hogares podrían mantener un nivel de ahorro relativamente elevado a corto plazo en anticipación de futuras subidas de impuestos. Por otra parte, el hecho de que sean los hogares de mayores ingresos, que tienden a consumir una proporción menor de sus rentas, los que más han contribuido a esta bolsa de ahorro de carácter forzoso también plantea un elemento de incertidumbre adicional acerca de la velocidad a la que esta podría liberarse en el futuro.

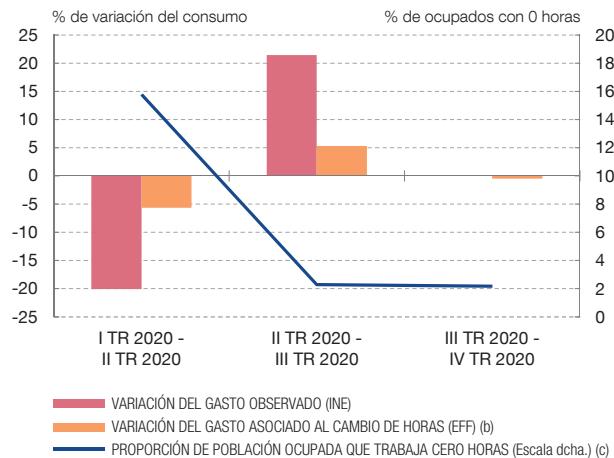
Gráfico 1.16

## FACTORES QUE CONDICIONARÁN LA SENDA DE RECUPERACIÓN DEL CONSUMO DE LAS FAMILIAS EN LOS PRÓXIMOS TRIMESTRES

Los hogares españoles han acumulado una importante bolsa de ahorro desde el comienzo de la crisis sanitaria, en gran medida como consecuencia de las dificultades que habrían encontrado para alcanzar su nivel de consumo deseado en determinados bienes y servicios debido a las medidas de contención de la pandemia. Cabe esperar que, a medida que la situación epidemiológica mejore y se reduzca la incertidumbre, una parte de esta bolsa de ahorro pueda destinarse al consumo, lo que imprimirá un mayor vigor a la recuperación económica en curso. La evolución del consumo de los hogares también se verá muy condicionada por la senda de recuperación que sigan las horas trabajadas.

1 DETERMINANTES DEL AUMENTO DEL AHORRO DE LOS HOGARES  
Aumento acumulado en 2020

2 VARIACIÓN DEL GASTO OBSERVADO ASOCIADO AL CAMBIO EN LA DISTRIBUCIÓN DE HORAS TRABAJADAS



**FUENTES:** Encuesta Financiera de las Familias, Instituto Nacional de Estadística, Cuenca, Martínez-Carrascal y Del Río (2021), y Alvargonzález *et al.* (2021).

- a Incluye la contribución del resto de los determinantes del consumo (entre otros, la renta, la riqueza y los tipos de interés).
- b Gasto reportado en la EFF de 2017 en una situación en la que la distribución de individuos trabajando un número reducido de horas hubiese sido la observada en cada trimestre de 2020 en la EPA.
- c Corresponde al último trimestre considerado. Así, en el primer y el segundo trimestre de 2020 es la proporción de población ocupada que trabaja cero horas en el segundo trimestre de 2020.



**La evolución del consumo de los hogares también se verá muy condicionada por la senda de recuperación que sigan las horas trabajadas.** Como se ha mencionado en el epígrafe anterior, el número de horas trabajadas en España retrocedió de forma muy acusada en la primera mitad de 2020 y solo se ha recuperado parcialmente desde entonces. La intensidad de esta senda de recuperación en los próximos trimestres —que está condicionada, a su vez, por el comportamiento que muestren los ERTE— influirá indudablemente en el grado de dinamismo que pueda presentar el consumo privado en el futuro. En efecto, estimaciones a partir de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) y de la Encuesta de Población Activa (EPA) sugieren que la recuperación de las horas trabajadas que tuvo lugar entre el segundo y el tercer trimestre de 2020 explicaría un 20 % del incremento observado en el gasto en ese mismo período (véase gráfico 1.16.2)<sup>32</sup>.

32 El impacto de la reducción de horas de trabajo sobre el consumo durante el segundo trimestre de 2020 se puede aproximar analizando el gasto de los hogares de trabajadores similares en la EFF 2017. Así, el gasto de

**Existe una elevada incertidumbre en cuanto a la evolución futura de la inversión empresarial, que se ve afectada por distintos factores.** En esta crisis, a pesar de haberse contraído significativamente, la inversión empresarial se ha comportado mejor que en otros episodios recesivos previos, y su evolución también ha sido menos negativa que la observada en otros componentes de la demanda. En los próximos trimestres, cabría esperar que la inversión empresarial, al igual que el resto de la demanda agregada, experimente una mejoría impulsada por la normalización del contexto sanitario y por la reducción de la incertidumbre. Varios factores sugerirían que la recuperación de este componente de la inversión podría ser relativamente vigorosa. En primer lugar, la puesta en marcha —sobre todo, a partir del segundo semestre de este año— de proyectos de inversión vinculados al programa NGEU debería suponer un impulso significativo a la inversión empresarial. El efecto podría ser tanto directo, a través de la financiación de proyectos de inversión de las sociedades no financieras, como indirecto, a través del impulso generado por la financiación de proyectos de inversión pública. En segundo lugar, si bien es cierto que recientemente se habría observado una cierta debilidad en los flujos de financiación bancaria hacia las empresas y que los bancos habrían endurecido las condiciones de concesión de préstamos en este segmento, las condiciones de financiación del sector empresarial siguen siendo en general holgadas en términos históricos, lo que no debería ser un obstáculo para la ejecución de nuevos proyectos de inversión por parte de las compañías. Por último, como ya se ha mencionado en el epígrafe anterior, la crisis del COVID-19 parece haber acelerado de forma significativa y persistente el proceso de digitalización de la actividad económica, lo que habría dado lugar a nuevas necesidades de inversión por parte de las empresas para adaptarse a dicho cambio estructural.

**El incremento de la vulnerabilidad financiera de las empresas y la disminución del grado de utilización de la capacidad instalada en algunos sectores podrían limitar el vigor con el que la inversión empresarial se recupere a corto plazo.** Frente a los argumentos presentados en el párrafo anterior, otros factores podrían condicionar de forma negativa la evolución futura de la inversión empresarial en nuestro país. En particular, como se expone en detalle en el capítulo 3 de este Informe, la crisis económica causada por la pandemia de COVID-19 ha supuesto un apreciable deterioro en la situación patrimonial de las empresas españolas y un aumento de su vulnerabilidad financiera, lo que limitaría su capacidad para acometer nuevos proyectos de inversión. En efecto, la crisis ya habría provocado una reducción significativa en el número de empresas y habría afectado negativamente a sus planes de inversión. En concreto, según la estadística de empresas inscritas en la Seguridad Social, el número de compañías activas en nuestro país disminuyó en

---

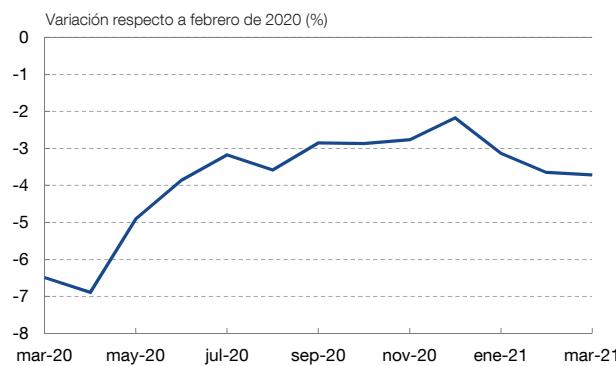
los empleados por cuenta ajena o propia que trabajaron cero horas en 2020 se asimila al de los trabajadores en industrias similares que habían perdido recientemente su empleo o negocio en 2017 —dado que el subsidio de desempleo representa un 70 % de las rentas laborales, un porcentaje similar al sustituido por el ERTE—. De igual manera, el gasto de quienes trabajaron en 2020 menos horas de lo habitual se puede asimilar al de los que hicieron un número menor de horas en 2017. Para más detalles, véase Alvargonzález *et al.* (2021).

Gráfico 1.17

## EL IMPACTO DE LA CRISIS SOBRE EL TEJIDO EMPRESARIAL Y EL ESCASO USO DE LA CAPACIDAD INSTALADA PODRÍAN LIMITAR LA RECUPERACIÓN DE LA INVERSIÓN EMPRESARIAL A CORTO Y A MEDIO PLAZO

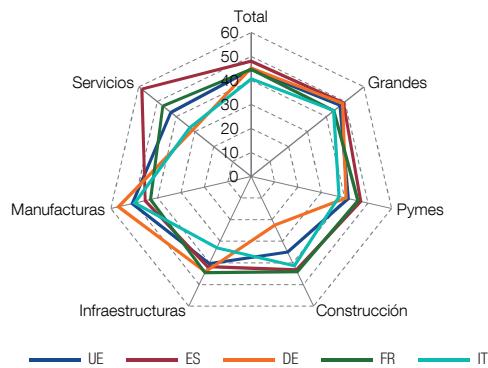
La crisis económica causada por la pandemia de COVID-19 ha provocado una reducción significativa del número de empresas activas en nuestro país y ha afectado negativamente a sus planes de inversión. Estos factores, junto con el hecho de que el grado de utilización de la capacidad instalada haya disminuido sensiblemente en la mayoría de las ramas de actividad —especialmente, en el sector servicios—, podrían suponer un lastre para la recuperación de la inversión empresarial en España en los próximos trimestres.

1 EMPRESAS INSCRITAS EN LA SEGURIDAD SOCIAL



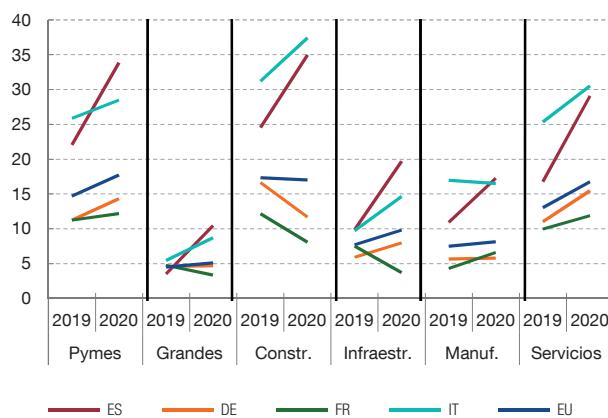
2 ENCUESTA DE INVERSIÓN DEL BEI. MENOR INVERSIÓN QUE LA PLANEADA EN 2020 DEBIDO AL COVID (a)

% de firmas en cada sector o tipo de empresa



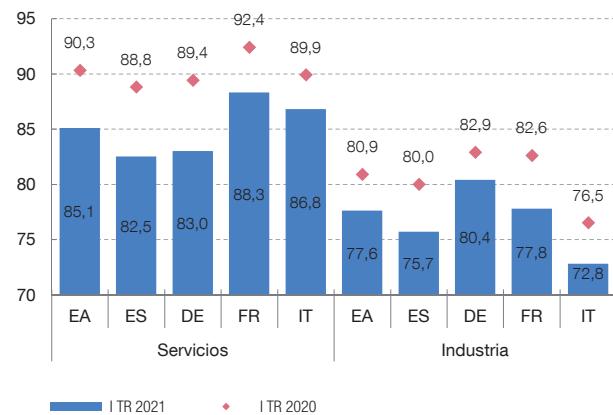
3 ENCUESTA DE INVERSIÓN DEL BEI. FIRMAS SIN PLANES DE INVERSIÓN PARA LOS PRÓXIMOS TRES AÑOS

% de firmas en cada sector o tipo de empresa



4 UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA

% en cada sector y país



**FUENTES:** Banco Europeo de Inversiones, Comisión Europea y Ministerio de Trabajo y Economía Social.

a Los resultados muestran el porcentaje de empresas en cada sector o tipo de empresa que contestaron haber disminuido la inversión respecto a lo planeado para 2020 debido al COVID-19.



casi 50.000 en marzo de 2021 en comparación con febrero de 2020. Esto supone un descenso del 3,7% (véase gráfico 1.17.1), si bien esta disminución se explica fundamentalmente por la menor entrada de nuevas empresas en el mercado, y no por el aumento del cese de actividad de las existentes. Además, de acuerdo con la Encuesta de Inversión anual del Banco Europeo de Inversiones (BEI)<sup>33</sup>, la crisis sanitaria no solo habría afectado negativamente a los niveles de inversión empresarial en 2020, sino también a los previstos en el futuro (véanse gráficos 1.17.2 y 1.17.3). En

33 Véase Banco Europeo de Inversiones (2020).

particular, el número de compañías sin planes de inversión para los próximos años habría aumentado de forma notable en España, con mayor intensidad que en otros países de nuestro entorno, especialmente en los sectores de la construcción y los servicios, y en el caso de las pymes. Por último, el hecho de que la pandemia haya implicado una importante disminución del grado de utilización de la capacidad instalada en la mayoría de las ramas de actividad —sobre todo, en el sector servicios— también podría suponer un lastre para la recuperación de la inversión empresarial en España en los próximos trimestres (véase gráfico 1.17.4).

**Las perspectivas de la economía española también dependen de la senda de reactivación del turismo internacional, sobre la que existe una considerable incertidumbre.** De acuerdo con la Cuenta Satélite del Turismo, elaborada por el INE, en 2019 el sector turístico supuso un 12,4 % del PIB y un 12,9 % del empleo en la economía española. A su vez, el turismo internacional representó un 60,2 % del total del gasto turístico interior en nuestro país. Dado el peso tan significativo que tienen el sector turístico en general y el turismo internacional en particular, no sorprende que el extraordinario desplome que este sector y los flujos turísticos internacionales han sufrido desde el comienzo de la pandemia haya contribuido de forma muy notable al retroceso del PIB en nuestro país. En efecto, una parte (3,5 pp) de la caída que el PIB español registró en 2020 obedece al mal comportamiento de las exportaciones turísticas (véase gráfico 1.18.1).

**De cara al futuro, existe una notable incertidumbre en cuanto a la velocidad a la que el sector turístico podría recuperarse.** Esta dependerá no solo de la evolución de la crisis sanitaria y del ritmo de avance del proceso de vacunación —tanto en España como a escala global—, sino también de la magnitud de los cambios persistentes que la pandemia pueda haber provocado en la demanda de este tipo de servicios en la población. Los resultados del último panel de expertos de la Organización Mundial del Turismo son coherentes con esta elevada incertidumbre y muestran una amplia dispersión en cuanto a las expectativas de reactivación del sector<sup>34</sup>. Así, mientras que el 51 % de los expertos consultados anticipan que en Europa los flujos turísticos recuperarán los niveles previos a la pandemia en 2022, un porcentaje muy significativo de ellos (el 35%) retrasan esa fecha hasta 2023. En el caso de España, las expectativas del sector turístico sitúan mayoritariamente la recuperación de los niveles anteriores a la crisis más allá de 2022. En efecto, de acuerdo con Exceltur, el 67 % de los empresarios turísticos se decantan por esta posibilidad<sup>35</sup>. En cambio, el porcentaje de empresarios que adelantan esta recuperación a 2021 es minoritario (un 5%), mientras que el 28 % consideran que la brecha se cerrará en 2022.

**La contribución del sector exterior al crecimiento económico español en el futuro se verá condicionada por la evolución de la base exportadora.** En cuanto

---

34 Véase UNWTO (2021).

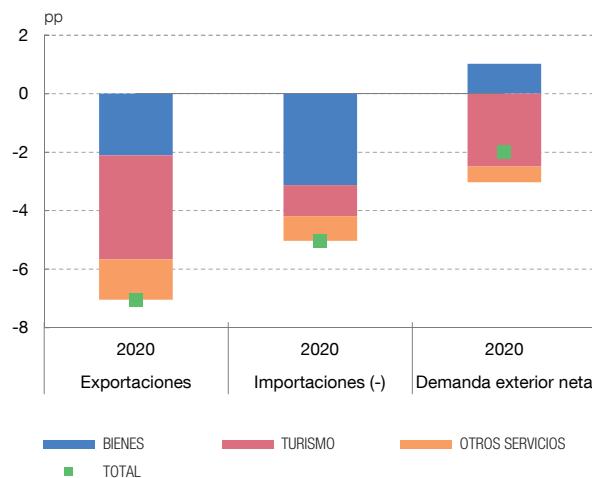
35 Véase Exceltur (2021).

Gráfico 1.18

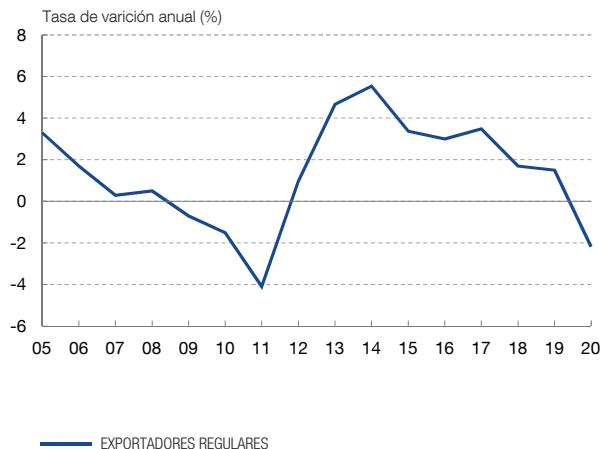
## INCERTIDUMBRE SOBRE LA SENDA DE RECUPERACIÓN DEL TURISMO INTERNACIONAL Y LA EVOLUCIÓN DE LA BASE EXPORTADORA

El desplome de los flujos turísticos internacionales desde el comienzo de la crisis sanitaria ha contribuido de forma muy notable al retroceso del PIB en nuestro país. La intensidad con la que estos flujos se recuperen en los próximos trimestres dependerá no solo de la evolución de la pandemia y del ritmo de avance del proceso de vacunación, sino también de la magnitud de los cambios persistentes que esta crisis pueda haber provocado en la demanda de turismo a escala global. Por otra parte, la contribución del sector exterior al crecimiento económico español en el futuro se verá condicionada por la evolución de la base exportadora —que ha retrocedido en esta crisis—.

1 CONTRIBUCIÓN DEL SECTOR EXTERIOR A LA VARIACIÓN DEL PIB REAL EN 2020



2 EVOLUCIÓN DE LAS EMPRESAS EXPORTADORAS REGULARES (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Industria, Comercio y Turismo (ICEX).

a Se excluyen los exportadores cuyas exportaciones no superan 5.000 euros. Los exportadores regulares son aquellos que han exportado en el año de referencia y en cada uno de los tres inmediatamente precedentes.



a la evolución de la base exportadora, en 2020 se interrumpió el proceso de intensificación del grado de exposición del tejido productivo español a los mercados internacionales, y el número de empresas exportadoras estables —que había crecido un 1,5 % en 2019— se redujo un 2,2 % (véase gráfico 1.18.2)<sup>36</sup>. La información disponible señala que esta contracción habría recaído principalmente en las pymes. En este sentido, existe una elevada incertidumbre en cuanto a si estas empresas podrán retomar su actividad exportadora en los próximos trimestres —dados los costes que implica esta actividad y el incremento que se ha producido en la vulnerabilidad financiera de estas compañías—, aunque se consolide la recuperación del comercio internacional.

### 3.3 Perspectivas de la economía española a corto y a medio plazo

**En el último ejercicio de proyecciones del Banco de España se contemplaron tres escenarios alternativos para describir la posible evolución de la economía**

<sup>36</sup> Se define como «empresa exportadora estable» aquella que exporta al menos cuatro años consecutivos. Se excluyen los exportadores con ventas inferiores a 5.000 euros.

Cuadro 1.2

## PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES MACROMAGNITUDES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a)

Tasas de variación anual sobre el volumen y porcentaje del PIB

	Proyecciones de marzo de 2021											
	Escenario suave				Escenario central				Escenario severo			
	2020	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022
PIB	-10,8	7,5	5,5	1,6	6,0	5,3	1,7	3,2	4,6	2,2		
IAPC	-0,3	1,4	0,9	1,3	1,4	0,8	1,2	1,3	0,6	1,0		
Tasa de paro (% de la población activa).												
Media anual	15,5	15,9	13,9	12,8	17,0	15,1	14,1	18,3	17,2	16,1		
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-11,0	-6,8	-3,9	-3,4	-7,7	-4,8	-4,4	-9,1	-6,5	-5,8		
Deuda de las AAPP (% del PIB)	120,0	115,4	112,7	112,8	117,9	116,4	117,6	122,6	123,6	125,5		

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 16 de marzo de 2021. En la fecha de cierre de las proyecciones no estaban disponibles las cifras de déficit público y deuda pública de 2020, ni los datos definitivos del PIB relativos a ese año. Las proyecciones están realizadas sobre la base de una caída del PIB del 11 % en 2020, un déficit público del 10,5 % del PIB y una deuda pública del 117,1 % del PIB.

**española en el período 2021-2023.** La considerable incertidumbre que aún caracteriza la coyuntura sanitaria y macrofinanciera en la que se desenvuelve la economía española aconsejó que —al igual que en el resto de los ejercicios de previsión realizados desde el estallido de la pandemia de COVID-19— las últimas proyecciones macroeconómicas del Banco de España, publicadas el pasado 23 de marzo<sup>37</sup>, consideraran varios escenarios alternativos. Estos escenarios —denominados «suave», «central» y «severo»— diferían, esencialmente, en los supuestos relativos a la evolución de la pandemia y del proceso de vacunación a corto plazo, y en cuanto al impacto que la pandemia habría de tener a medio plazo sobre el tejido productivo y sobre el comportamiento de los agentes.

**A pesar de sus diferencias, los distintos escenarios apuntan hacia una recuperación relativamente robusta de la actividad económica a partir del segundo semestre de 2021** (véase cuadro 1.2). Esta recuperación, que se extendería también a 2022, se sustentaría, fundamentalmente, en la normalización paulatina de la coyuntura sanitaria —si bien a distintas velocidades según el escenario—, en el mantenimiento de una política económica muy acomodaticia —en materia tanto fiscal como monetaria— y en el comienzo de la implementación del programa NGEU en nuestro país. Asimismo, los tres escenarios contemplan una reactivación progresiva de los flujos turísticos internacionales y una liberación gradual de la bolsa de ahorro acumulada por los hogares en los últimos trimestres, procesos que serían menos intensos, especialmente a corto plazo, en el escenario severo (véanse gráficos 1.19.1 y 1.19.2).

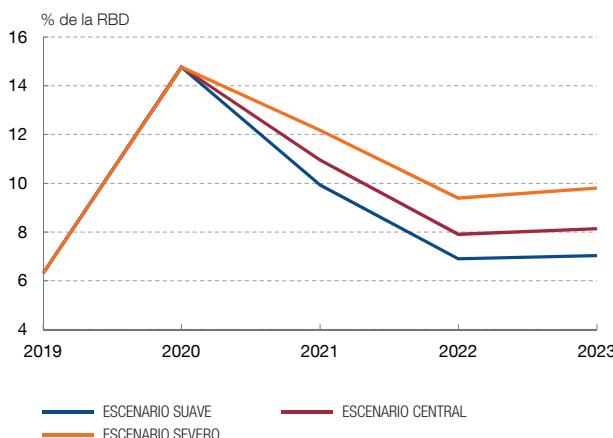
37 Véase Banco de España (2021b).

Gráfico 1.19

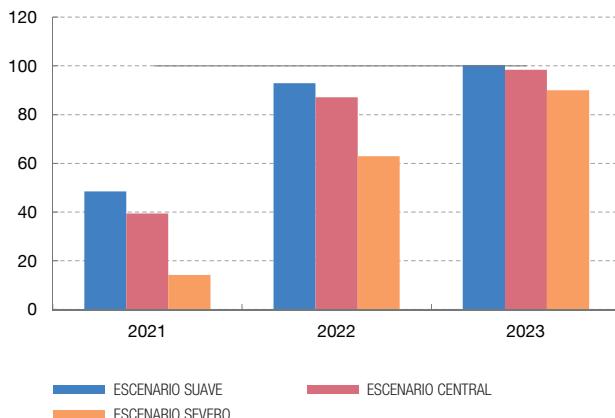
## ESCENARIOS MACROECONÓMICOS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2023) (a)

En el último ejercicio de proyecciones del Banco de España se contemplaron tres escenarios alternativos para describir la posible evolución de la economía española en el período 2021-2023. Entre otros aspectos, estos tres escenarios difieren en las sendas que podrían seguir los flujos turísticos internacionales y la tasa de ahorro de los hogares en los próximos trimestres. Los tres escenarios coinciden en señalar que el impacto de la crisis sanitaria actual sobre el nivel del PIB, el empleo y las cuentas públicas será relativamente persistente. En el escenario central, el PIB de la economía española no recuperaría el nivel alcanzado a finales de 2019 hasta 2023.

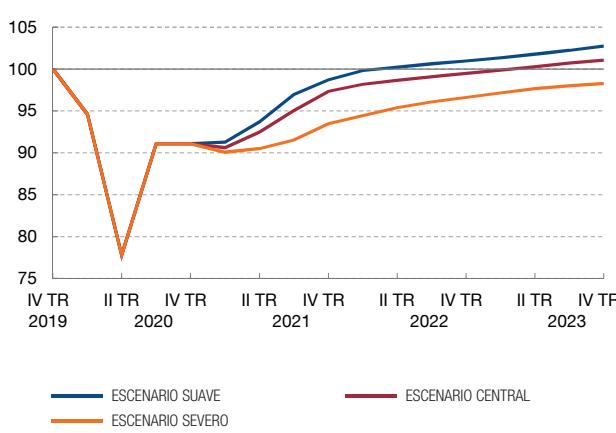
1 TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES E ISFLSH



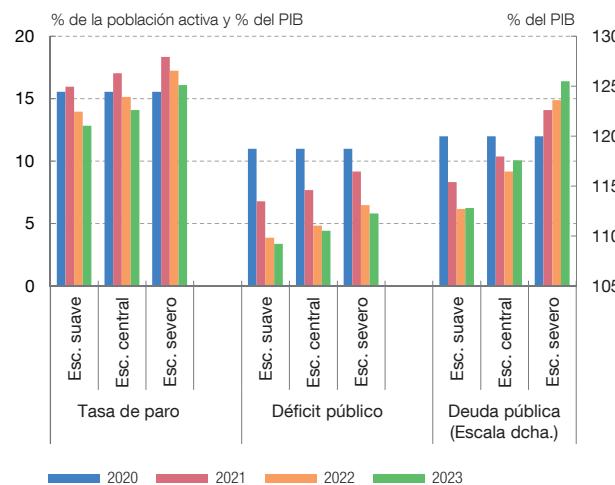
2 EXPORTACIONES DE TURISMO (2019 = 100)



3 PIB REAL. NIVEL (IV TR 2019 = 100)



4 TASA DE PARO, DÉFICIT Y DEUDA PÚBLICA



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a) Proyecciones macroeconómicas de la economía española de marzo de 2021 del Banco de España. Para el año 2020 se representan los datos definitivos, que se publicaron con posterioridad a la fecha de cierre de las proyecciones (salvo la tasa de paro referente a ese año, que se publicó con anterioridad).



**En todo caso, los tres escenarios coinciden en señalar que el impacto de la crisis sanitaria actual sobre el nivel del PIB, el empleo y las cuentas públicas será relativamente persistente.** Así, por ejemplo, en el escenario central el PIB de la economía española no recuperaría el nivel alcanzado a finales de 2019 hasta 2023 (véase gráfico 1.19.3). En cuanto al empleo, los tres escenarios anticipan un aumento adicional de la tasa de paro en 2021 —después del observado ya en 2020—, y solo

en el escenario suave esta tasa se situaría por debajo de los registros anteriores al estallido de la pandemia en 2022 (véase gráfico 1.19.4). En cuanto a las cuentas públicas, se prevé que el déficit de las AAPP se reduzca gradualmente a lo largo de todo el horizonte de proyección. No obstante, en todos los escenarios considerados en 2023 el desequilibrio presupuestario aún sería superior al observado en 2019.

**Los desarrollos que se han producido en las últimas semanas, desde la fecha de publicación de este ejercicio de proyecciones, no modifican sustancialmente sus previsiones.** De acuerdo con el avance de la CNTR relativo al primer trimestre de 2021, que fue publicado con posterioridad a la fecha de publicación de las últimas proyecciones macroeconómicas del Banco de España, el PIB de la economía española habría mostrado un retroceso intertrimestral del 0,5 %, muy similar a la caída del 0,4 % proyectada en el escenario central. La demanda interna tuvo una aportación negativa al crecimiento, de 0,9 pp, que fue parcialmente compensada por la contribución positiva, de 0,4 pp, del sector exterior.

## 4 Las políticas económicas a corto plazo

### 4.1 De una respuesta inicial muy decidida a una estrategia más focalizada

**La rápida reacción de las políticas económicas a escala global ha permitido mitigar el fuerte impacto negativo de la pandemia sobre la actividad económica.** Como se ha venido señalando en los epígrafes anteriores, la crisis económica provocada por la pandemia de COVID-19 puede considerarse extraordinaria en muchas dimensiones, incluidas la naturaleza de la perturbación que la ha causado y la magnitud y heterogeneidad de su impacto. Otra dimensión que caracteriza la crisis sanitaria actual es la respuesta rápida y decidida que las políticas económicas han mostrado, a escala global, para tratar de hacer frente a los efectos económicos adversos de esta extraordinaria perturbación. En efecto, desde el comienzo de la pandemia, la reacción de las políticas fiscal, monetaria, regulatoria y prudencial ha sido notablemente ambiciosa, desde una perspectiva histórica, y ha presentado un elevado grado de sincronización a escala internacional<sup>38</sup>. Todo ello habría permitido amortiguar, en cierta medida, el impacto de la crisis sanitaria sobre el empleo, las rentas y la liquidez de los hogares y de las empresas, los flujos de crédito y la estabilidad de los mercados y de las entidades financieras. Al hacerlo, estas políticas no solo habrían evitado la materialización de escenarios macrofinancieros muy disruptivos a corto plazo, sino que también habrían limitado los daños persistentes que esta crisis podría suponer para el potencial de crecimiento de las economías a medio y a largo plazo.

---

<sup>38</sup> Para una descripción más detallada de las actuaciones concretas desplegadas en estos ámbitos, véanse, por ejemplo, [Cuadro-Sáez et al.](#) (2020) y Alonso et al. (2021), de próxima publicación.

**La persistencia de la crisis está llevando a un mantenimiento o extensión de las medidas económicas desplegadas inicialmente, evitando así una retirada prematura de los apoyos.** Si bien la pandemia de COVID-19 puede considerarse una perturbación de naturaleza eminentemente transitoria, esta está siendo más persistente de lo inicialmente previsto. Esto ha provocado que la gran mayoría de las iniciativas de política económica, con un marcado carácter temporal, que se desplegaron a escala nacional y supranacional en las fases iniciales de la crisis sanitaria hayan tenido que extenderse en el tiempo o ampliarse a lo largo de los últimos trimestres. Así, por ejemplo, en el ámbito de la política fiscal destaca el despliegue de nuevos paquetes de estímulo muy significativos en Estados Unidos a finales de 2020 y a comienzos de 2021<sup>39</sup>. Además, en los últimos trimestres las instituciones financieras internacionales han continuado apoyando a los países de bajos ingresos mediante la ampliación de la moratoria de la deuda oficial acordada por el G-20 y la concesión de ayuda de emergencia por parte del FMI. En el caso de esta última institución, también destaca el uso que se le ha venido dando a sus líneas precautorias, especialmente en los países latinoamericanos. Por otro lado, es previsible que el FMI apruebe próximamente una nueva asignación general de derechos especiales de giro (DEG), por un importe de en torno a 650 mm de dólares, que servirá como complemento a las reservas internacionales de divisas de todos los países miembros. La persistencia de los efectos negativos de la pandemia ha motivado también el mantenimiento, con algunos ajustes, de las medidas regulatorias aprobadas desde la primavera de 2020<sup>40</sup>. En términos generales, las autoridades han mantenido las recomendaciones sobre el uso de los colchones de capital y liquidez<sup>41</sup>, al tiempo que han ido ajustando las recomendaciones sobre la distribución de beneficios<sup>42</sup>. Asimismo, en el caso europeo, la Autoridad Bancaria Europea decidió ampliar el plazo de aplicación de las directrices relativas al tratamiento prudencial favorable de las moratorias de los reembolsos de los préstamos, si bien introdujo salvaguardas y limitaciones adicionales.

**No obstante, conforme se afianza la recuperación, el enfoque de algunas de estas políticas también se está reorientando, y se está otorgando un mayor peso a cuestiones de medio y de largo plazo.** En particular, de acuerdo con las distintas circunstancias nacionales, el énfasis de la política fiscal ha ido cambiando desde el apoyo generalizado a la liquidez de las empresas y a la preservación del empleo hacia medidas más focalizadas en los sectores productivos más afectados por la crisis y orientadas a respaldar la solvencia de las empresas y la situación financiera de los hogares más vulnerables. Además, la política fiscal estaría centrando su atención, de forma creciente, en algunos retos a largo plazo, como el cambio climático y la transformación digital. Esta reorientación de la política fiscal

---

39 Véase Párraga y Roth (2021).

40 Véase Anguren *et al.* (2020).

41 Véase Banco de Pagos Internacionales (2020).

42 Véanse las actualizaciones de 15 de diciembre de 2020 de la Recomendación del BCE y de la Recomendación de la Reserva Federal sobre esta materia.

es especialmente evidente en el caso de la UE y de Estados Unidos<sup>43</sup>. En efecto, en la UE, donde las políticas fiscales nacionales están siendo complementadas por un conjunto amplio de medidas a escala supranacional (véase recuadro 1.2), los fondos vinculados al programa de recuperación NGEU —que se analiza en mayor detalle en el recuadro 2.3 y en el epígrafe 3.3 del capítulo 2— están dirigidos, fundamentalmente, a impulsar el proceso estructural de digitalización y transición ecológica de las economías europeas. En Estados Unidos se espera que el programa *American Jobs Plan*, incorporado en los planes de la actual Administración<sup>44</sup>, desempeñe un papel similar. En conjunto, estos programas deberían contribuir a que la composición de las finanzas públicas se tornara más favorable al crecimiento económico a largo plazo y a que se corrigiera la tendencia descendente de la inversión pública y privada que se ha observado en las últimas décadas en las economías avanzadas<sup>45</sup>.

**Por su parte, las autoridades regulatorias y supervisoras también están intensificando la atención que prestan a los desafíos a medio plazo en este ámbito.** La implementación plena de Basilea III sigue siendo un área de acción prioritaria a medio plazo para asegurar la recuperación sostenible y la adecuada cobertura de las carencias en la medición del riesgo identificadas después de la crisis de 2008. Además, el foco de los desarrollos regulatorios está también dirigiéndose hacia nuevos riesgos, incluidos los derivados del impacto de la digitalización, así como del cambio climático o del crecimiento de la financiación no bancaria, ámbitos que son principales áreas de preocupación e interés para las autoridades financieras internacionales.

**Al mismo tiempo, comienzan a vislumbrarse algunos retos a medio plazo asociados al mantenimiento de las políticas de contención de la crisis durante un período de tiempo prolongado.** Por ejemplo, como consecuencia de la decidida respuesta de política fiscal a esta crisis, los niveles de déficit y de deuda pública han aumentado muy significativamente en la práctica totalidad de los países. En particular, en 2020 el déficit público a escala mundial habría alcanzado el 12,1 % del PIB (2,9 % en 2019), mientras que la deuda pública se habría elevado hasta el entorno del 100 % del PIB, esto es, 14 pp más que en 2019 (véase gráfico 1.20). Estos desarrollos hacen necesario que el mantenimiento del apoyo de la política fiscal a la recuperación a corto plazo se combine con planes de saneamiento a medio y a largo plazo que permitan reconstruir márgenes de maniobra ante posibles nuevas perturbaciones futuras. Desde el punto de vista regulatorio y supervisor, continúa siendo prioritario asegurar que las medidas adoptadas sigan dando continuidad a la correcta medición y al reconocimiento del riesgo de crédito por parte de las entidades, incluida una clasificación apropiada de los préstamos y del nivel de

43 Sobre la respuesta de la política fiscal en la UEM y Estados Unidos, véase, además, Guirola, Kataryniuk y Moreno (2020).

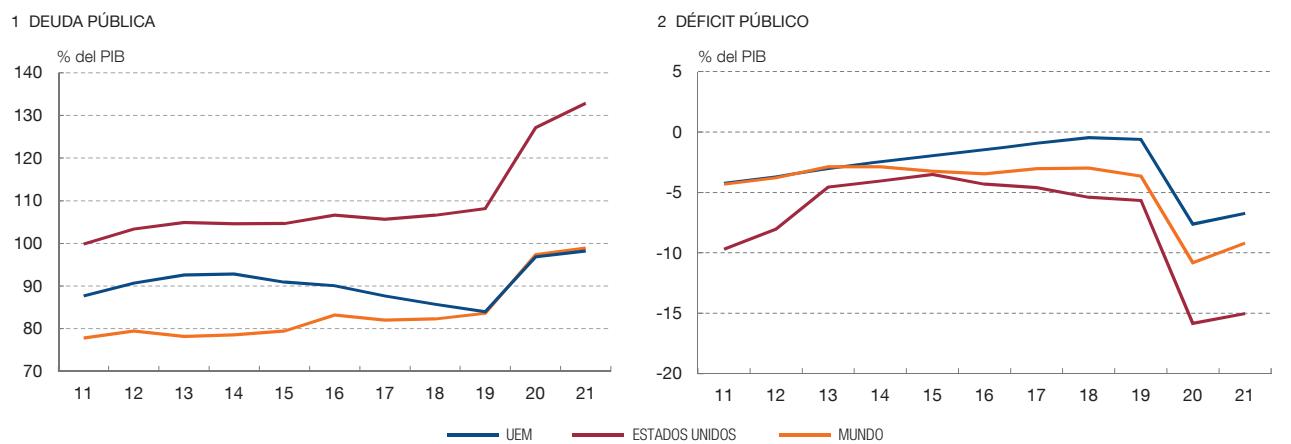
44 Véase Arce *et al.* (2020).

45 Véanse Banco de España (2020c) y Delgado-Téllez *et al.* (2020).

Gráfico 1.20

### EL PAPEL GLOBAL DE LA POLÍTICA FISCAL EN LA CRISIS Y EN LA RECUPERACIÓN ESTÁ SIENDO CONSIDERABLE

La crisis ha elevado notablemente la deuda y el déficit públicos en la UEM y en Estados Unidos. En Estados Unidos, el impulso fiscal se ha basado especialmente en medidas discrecionales. En todo caso, la puesta en funcionamiento del programa NGEU significará un impulso fiscal adicional en la UE.



FUENTE: Fondo Monetario Internacional (WEO, abril de 2021).



provisiones y de capital. Las autoridades supervisoras y regulatorias mantienen un seguimiento estrecho en este ámbito, así como de los posibles efectos de la retirada de las medidas de apoyo, que podría derivar en distorsiones significativas en caso de que esta se materializara de manera prematura.

**Además, la crisis también ha puesto de manifiesto la necesidad de continuar reforzando la gobernanza económica en Europa.** Como ya se ha mencionado, a escala supranacional, ha sido posible consensuar una respuesta común, rápida y amplia de la UE a la crisis económica generada por la pandemia de COVID-19. Esta capacidad de decisión y actuación conjunta ha contribuido a impulsar la integración europea y ha desempeñado un papel determinante para evitar el incremento de la fragmentación financiera en la UEM<sup>46</sup>, complementando así la labor de la política monetaria común del BCE. No obstante, como se expone en el recuadro 1.2, continúa siendo necesario fortalecer la arquitectura económica y financiera europea en diferentes ámbitos, entre los que se incluyen, por ejemplo, la reforma de las reglas fiscales, la creación de una capacidad fiscal común y permanente, la protección del mercado único y la culminación de la unión bancaria.

## 4.2 El papel de la política monetaria del Banco Central Europeo

**Al inicio de la pandemia, el BCE desplegó un paquete de medidas, que fueron ampliadas y reforzadas con posterioridad.** Dentro de este conjunto de medidas,

46 Véase [Kataryniuk et al. \(2021\)](#).

destacaron las operaciones de refinanciación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) y el programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés). A través de las TLTRO, el BCE proporciona a los bancos financiación en condiciones especialmente ventajosas, siempre y cuando estos cumplan con determinados objetivos de concesión de crédito a empresas y a hogares<sup>47</sup>. A través del PEPP, el BCE adquiere volúmenes importantes de activos financieros públicos y privados, y las compras se distribuyen de manera más flexible en el tiempo y por emisores.

**Esta respuesta del BCE ha resultado determinante para mantener unas condiciones de financiación favorables en el área del euro y para evitar la fragmentación financiera en la región.** En efecto, a pesar del endurecimiento reciente de los criterios de aprobación de los créditos bancarios, en los últimos trimestres las condiciones de financiación bancaria del sector privado se han mantenido relativamente holgadas y el coste de los nuevos créditos ha permanecido en niveles reducidos en términos históricos (véanse gráfico 1.21 para el conjunto de la UEM y gráfico 1.12 para España). La capacidad de las actuaciones desplegadas por el BCE para mitigar los efectos adversos de la crisis sanitaria sobre la oferta de crédito bancario también se ha puesto de relieve en la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), que apunta que las entidades participantes en las operaciones TLTRO III ya han destinado parte de la financiación recibida a otorgar crédito a familias y empresas<sup>48</sup>. La respuesta de política monetaria del BCE ha contribuido, además, a que las empresas y los Gobiernos del área del euro puedan financiarse en la actualidad con unas condiciones históricamente muy favorables en los mercados de capitales (véase gráfico 1.3). En este sentido, cabe reseñar que un análisis detallado del comportamiento de los mercados financieros alrededor de la fecha de puesta en marcha del PEPP pone de manifiesto que, en ese período, esta decisión tuvo un efecto positivo en los principales índices bursátiles de la UEM y provocó fuertes caídas en las rentabilidades de la deuda soberana —sobre todo, de la italiana y de la española—. De este modo, se puso freno a unas dinámicas en los mercados de capitales que, al comienzo de la crisis, evidenciaban una creciente fragmentación financiera en la región<sup>49</sup>. Más allá de estos impactos financieros, las estimaciones del Banco de España señalan que el PEPP estaría teniendo también un impacto positivo significativo sobre el crecimiento del PIB y la inflación del área del euro<sup>50</sup>.

---

47 Para aumentar la capacidad de las entidades de obtener fondos en las TLTRO y en el resto de las operaciones de refinanciación del Eurosystema, el BCE también flexibilizó al comienzo de la pandemia su marco de colateral (es decir, las normas que determinan la elegibilidad y la valoración de los activos de garantía empleados en dichas operaciones), mediante medidas tales como reducciones en el recorte de valoración (*haircuts*) o la expansión de los marcos de derechos de crédito adicionales de los bancos centrales nacionales del Eurosystema.

48 Véase Menéndez y Mulino (2021a). Para un mayor detalle sobre la evolución de la financiación a empresas y hogares en el contexto de la crisis del COVID-19, véanse Alves *et al.* (2020) y Alves *et al.* (2021).

49 Véase Banco de España (2020b).

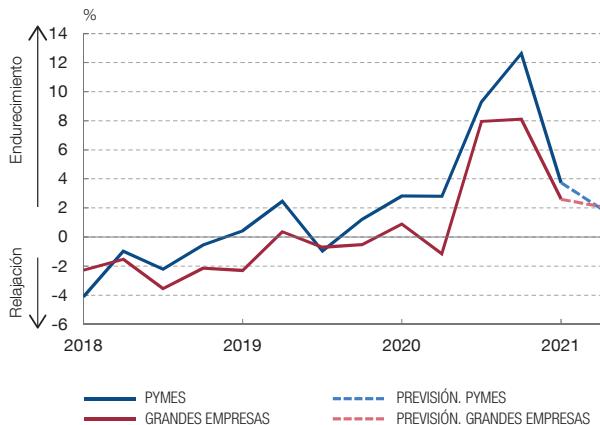
50 Véase Aguilar *et al.* (2020).

Gráfico 1.21

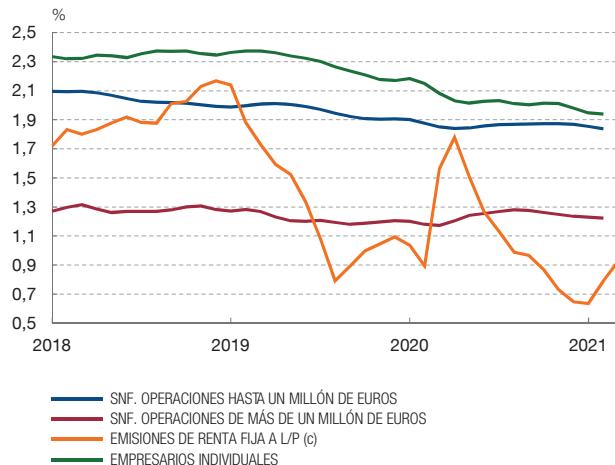
## LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS SE MANTIENEN HOLGADAS EN LA UEM, SI BIEN SE HA PRODUCIDO UN ENDURECIMIENTO DE LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS

Según la EPB, los criterios de aprobación se han endurecido recientemente, tendencia que se podría prolongar durante el segundo trimestre de 2021, tanto en el segmento de pymes como en el de empresas grandes. No obstante, los costes de financiación de las sociedades no financieras en la zona del euro se han mantenido en niveles reducidos, favorecidos por las medidas implementadas por el BCE en respuesta a la crisis sanitaria.

1 EPB: VARIACIÓN DE LOS CRITERIOS DE APROBACIÓN DE PRÉSTAMOS EN LA UEM (a)



2 COSTES DE FINANCIACIÓN EN LA UEM (b)



FUENTES: Banco Central Europeo, Banco de España y Thomson Reuters Datastream.

- a EPB. Indicador = porcentaje de entidades que han endurecido los criterios considerablemente  $\times 1/2$  + porcentaje de entidades que han endurecido los criterios en cierta medida  $\times 1/2$  – porcentaje de entidades que han relajado los criterios considerablemente  $\times 1/2$  – porcentaje de entidades que han relajado los criterios considerablemente  $\times 1$ .
- b Los tipos de interés de los préstamos bancarios son TEDR, es decir, no incluyen comisiones ni gastos conexos a los préstamos, y están ajustados por estacionalidad y por el componente irregular.
- c Emisiones con vencimiento superior a diez años.



**La flexibilidad que permite el PEPP está siendo un factor clave en la efectividad de la política monetaria del BCE en esta crisis.** Como ya se ha mencionado, el PEPP es una de las principales herramientas que forman parte de la respuesta del BCE a esta crisis sanitaria no solo por su capacidad para actuar sobre las curvas de tipos de los Gobiernos y emisores corporativos, sino también por el grado de flexibilidad que caracteriza su operativa y que distingue este programa de compra de activos del que ya existía antes de la pandemia (el APP, por sus siglas en inglés). Dicha flexibilidad ha permitido al BCE concentrar las compras de activos en aquellos momentos de la crisis pandémica —en particular, entre abril y julio de 2020— y en aquellas jurisdicciones en que las condiciones de financiación presentaban un mayor tensionamiento, lo que ha hecho posible incrementar la efectividad de estas actuaciones. Un trabajo reciente del Banco de España evidencia que la flexibilidad del PEPP fue especialmente relevante a la hora de reducir los costes de financiación de los países más afectados por la crisis —como Italia y España—, al disminuir de manera significativa las primas de plazo y de riesgo de sus bonos públicos (véase gráfico 1.22)<sup>51</sup>.

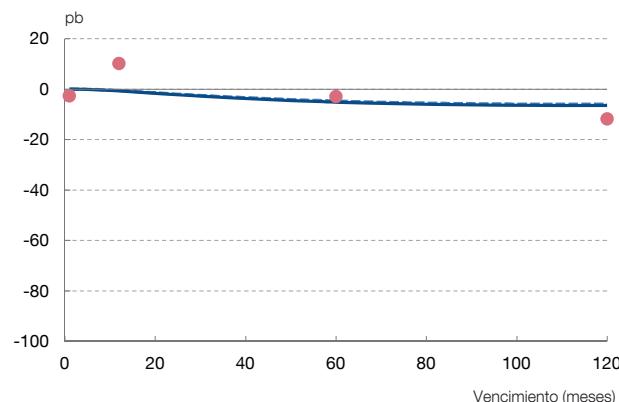
51 Véase Costain, Nuño y Thomas (2021), de próxima publicación, para una discusión más detallada de los efectos de los programas de compras en una unión monetaria heterogénea.

Gráfico 1.22

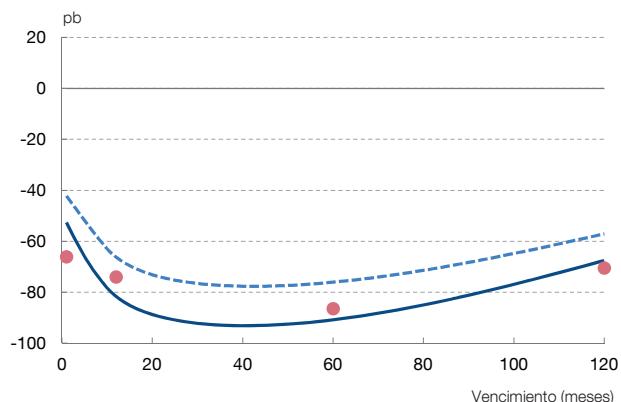
## IMPACTO DEL ANUNCIO DEL PEPP EN MARZO DE 2020 (a)

El PEPP ha permitido reducir de manera sustancial los costes de financiación de familias, empresas y Gobiernos. Una de sus características más importantes es que permite que las compras de activos se distribuyan de manera flexible a lo largo del tiempo, entre clases de activos y entre jurisdicciones. Sin esta flexibilidad, el impacto del programa habría sido menor, especialmente en los países más afectados por la crisis, como Italia y España.

1 ALEMANIA: DESPLAZAMIENTO DE LA CURVA DE TIPOS



2 ITALIA: DESPLAZAMIENTO DE LA CURVA DE TIPOS



FUENTES: Banco de España y Bloomberg.

a Impacto observado del anuncio del PEPP (18-20 de marzo de 2020). El impacto en los datos se calcula como la diferencia entre la curva de tipos cupón cero a cierre del 20 de marzo menos a cierre del 18. El impacto teórico se calcula mediante el modelo de Costain, Nuño y Thomas (2021), asumiendo que en el momento del anuncio los inversores conocen el volumen y la distribución temporal de las compras. Las compras flexibles replican las observadas, mientras que las compras fijas analizan el caso contrafactual de un reparto de las compras entre países de acuerdo con la clave de capital y uniforme a lo largo del tiempo.



**El PEPP ha proporcionado margen a las autoridades fiscales para ampliar y mantener las medidas de apoyo a la economía.** A título ilustrativo, las compras netas de activos realizadas en el marco del PEPP en 2020 alcanzaron un importe equivalente a más del 90 % de las necesidades netas de financiación pública de los países del área del euro en ese mismo año (y casi el 30 % de las necesidades brutas), según estimaciones preliminares. Esto es particularmente relevante en países como España, cuyos niveles de déficit y de deuda pública previos a la crisis ya eran elevados. De este modo, las actuaciones del BCE están evitando un potencial aumento significativo de los costes de financiación, lo que, de haberse producido, podría haber limitado la capacidad de las autoridades fiscales nacionales para apoyar la economía.

**La fragilidad que aún caracteriza el proceso de recuperación económica y las dinámicas de precios en la UEM recomienda el mantenimiento de una política monetaria muy acomodaticia en los próximos trimestres.** El Consejo de Gobierno del BCE ha reiterado que sigue siendo esencial mantener unas condiciones de financiación favorables para familias, empresas y Gobiernos durante el período de la pandemia. En este sentido, el pasado mes de diciembre anunció que las compras del PEPP se realizarán con flexibilidad para evitar un

endurecimiento de las condiciones de financiación incompatible con el objetivo de contrarrestar el impacto a la baja de la pandemia en la senda de inflación proyectada. Así, en respuesta al aumento de los tipos de interés de largo plazo observado desde finales de 2020, el BCE anunció en marzo que esperaba un incremento significativo en el ritmo de compras del PEPP durante el trimestre siguiente.

**En todo caso, las perspectivas de inflación del área del euro continúan alejadas de su objetivo de medio plazo.** Las últimas proyecciones del personal del BCE, publicadas en marzo, sitúan la inflación promedio en 2023 en el 1,4 %, lejos del objetivo de una tasa inferior, pero cercana, al 2 %. A este respecto, el BCE ha reiterado que está preparado para ajustar todos sus instrumentos con el fin de asegurar que la inflación avance de manera sostenida hacia su objetivo.

#### 4.3 La evolución de la respuesta de la política económica en España

**En el ámbito nacional, la crisis sanitaria también vino acompañada de una respuesta de política económica contundente.** Así, las autoridades españolas adoptaron un amplio abanico de medidas, que ya ha sido objeto de análisis en diversos informes publicados por el Banco de España<sup>52</sup>. Sus objetivos principales eran dotar de mayores recursos al sistema sanitario, proteger el empleo —en especial, mediante ventajas en la utilización de los ERTE—, apoyar a los hogares más vulnerables —por ejemplo, con distintos tipos de moratorias y aumentos de algunas prestaciones— y proveer de liquidez a las empresas —fundamentalmente, con la activación de distintas líneas de avales públicos para favorecer el crédito a las sociedades no financieras (véase recuadro 1.3)—.

**Al igual que en el resto de los países, esta respuesta inicial ha venido adaptándose desde entonces a una coyuntura económica cambiante.** En particular, muchas de las medidas desplegadas al comienzo de la pandemia, con una vigencia temporal o con unas cuantías predeterminadas relativamente acotadas, se han extendido en el tiempo en varias ocasiones, al prolongarse la crisis sanitaria y económica más de lo previsto en un principio. En este proceso de adaptación, los detalles específicos de estas actuaciones de política económica también se han ido recalibrando, con el objetivo de que las medidas estuvieran focalizadas en los colectivos más afectados por la pandemia.

**Uno de los instrumentos más importantes para mitigar los efectos económicos de la pandemia sobre la liquidez de las empresas han sido los programas de avales públicos gestionados por el ICO.** Desde el comienzo de la crisis sanitaria,

---

52 Véanse, por ejemplo, Banco de España (2020d) y Hernández de Cos (2020).

estos programas han contribuido de forma decisiva a la financiación de las necesidades de liquidez de los trabajadores autónomos y de las empresas, especialmente de las de menor tamaño<sup>53</sup>. En particular, hasta el 31 de marzo de 2021 el nuevo crédito que se ha generado gracias a estos programas ha sido de 124 mm de euros, de los cuales 87 mm de euros se han destinado a pymes y a autónomos. Además, estos programas se han ido adaptando en el tiempo, entre otros aspectos, en cuanto a las líneas disponibles, a la cantidad total que podían suponer los avales y a las condiciones de los créditos otorgados en estos programas<sup>54</sup>.

**Más recientemente, el foco de preocupación se ha desplazado hacia los aspectos vinculados con los problemas de sobreendeudamiento y de solvencia de las empresas.** El aumento del endeudamiento y el descenso de los flujos de caja esperados de las empresas que se ha producido como consecuencia de la crisis han elevado la vulnerabilidad financiera de algunas compañías, con potenciales implicaciones negativas sobre la recuperación económica. En este contexto se enmarca un nuevo paquete de medidas de apoyo al sector empresarial, por un importe total de 11 mm de euros, aprobado el pasado mes de marzo y revisado en abril con vistas a que las comunidades autónomas (CCAA) dispongan de mayor flexibilidad en su aplicación<sup>55</sup>. Este paquete incluye un marco de ayudas directas a las empresas más afectadas por la crisis. La asignación de los fondos de este programa se basa en criterios simples, lo que debería facilitar su implementación en un contexto de cierta urgencia, si bien su diseño podría reducir la eficacia en el cumplimiento de los objetivos que se persiguen, como se analiza en detalle en el capítulo 3 de este Informe. La eficacia final de estas medidas dependerá, en todo caso, de su aplicación ágil y efectiva y de su capacidad de adaptación, en cuanto a tamaño y diseño, a la evolución de la pandemia sobre la situación económica y financiera de las empresas.

**Los ERTE han sido también un mecanismo fundamental para proteger las rentas laborales y mitigar el incremento de la tasa de paro.** Como ya se ha mencionado en el epígrafe 3, uno de los aspectos diferenciales de esta crisis económica ha sido el uso intenso que las empresas españolas han hecho de los ERTE como mecanismo de ajuste temporal del empleo. En efecto, en el momento de mayor deterioro de la actividad, el segundo trimestre de 2020, los ERTE llegaron a cubrir a más del 20 % de los asalariados de nuestro país, frente a los porcentajes inferiores al 1 % que se observaron en la crisis de 2008. Desde su establecimiento inicial, las condiciones favorables que se fijaron para el tratamiento de los ERTE, en vigor hasta finales del mes de mayo de 2021, han sido objeto de sucesivas prórrogas y de distintas modificaciones, en particular en cuanto al esquema de exoneraciones

---

53 Para un análisis del impacto de estas medidas de apoyo a la liquidez empresarial, véase [Alves et al. \(2020\)](#).

54 Así, por ejemplo, el [Real Decreto-ley 34/2020](#) amplió el plazo máximo de vencimiento de los préstamos hasta los ocho años (desde los cinco iniciales), y el período máximo de carencia se extendió hasta los 24 meses (initialmente era de 12 meses). Del mismo modo, se ha ampliado el plazo para la concesión de avales hasta el 30 de junio de 2021, frente al 31 de diciembre de 2020 vigente anteriormente.

55 Véanse [Real Decreto-ley 5/2021](#) y [Real Decreto-ley 6/2021](#).

de las cuotas a la Seguridad Social. Estos cambios buscaron, en un primer momento, fomentar la reincorporación laboral, en el verano de 2020, de los trabajadores afectados por un ERTE. Posteriormente, ante las nuevas olas de la pandemia, trataron de concentrar la protección en aquellos sectores y actividades más afectados.

**De cara al futuro, el diseño de los ERTE ha de seguir adaptándose a la evolución de la coyuntura económica y sanitaria, persiguiendo una configuración crecientemente focalizada que facilite la necesaria reasignación del empleo hacia las empresas y los sectores más productivos.** Dada la incertidumbre que aún caracteriza el contexto epidemiológico y económico actual, parece necesario que, en los próximos meses, los ERTE sigan actuando como un sostén fundamental de las relaciones laborales entre los trabajadores y las empresas en aquellos sectores donde la pandemia y las medidas desplegadas para contenerla están provocando un deterioro de la actividad más acusado o una recuperación más lenta. Al mismo tiempo, el diseño de este mecanismo debe seguir persiguiendo el doble objetivo de, por un lado, mantener un nivel de protección relativamente generalizado y, por otro, favorecer la eventual reasignación de los recursos productivos entre sectores y empresas que puedan provocar algunos cambios, potencialmente estructurales, en la demanda relativa de los diferentes sectores como consecuencia de la pandemia.

**En este sentido, cabe reseñar que existen diferencias significativas en los niveles de productividad de los distintos tipos de empresas y de sectores acogidos a ERTE, que en muchos casos ya existían antes del estallido de la pandemia.** Así, por ejemplo, los sectores con mayores niveles de protección a partir de la prórroga de los ERTE del mes de octubre del año pasado se caracterizan, en promedio, por mostrar una prima salarial negativa de en torno a un 10 % en comparación con el resto de los sectores de la economía (véase gráfico 1.23). La heterogeneidad dentro de estos sectores es también muy elevada, y se observan diferencias salariales superiores al 40 % entre las empresas<sup>56</sup>. En condiciones normales, estas diferencias de productividad deberían dar lugar a procesos naturales de reasignación de recursos entre los distintos sectores y empresas, que redundarían en mejoras de la eficiencia agregada. Por tanto, en la coyuntura actual, dada la elevada heterogeneidad en el impacto de la crisis, es importante que los diferentes mecanismos de flexibilidad laboral, incluidos aquellos aprobados en respuesta a la anterior crisis, puedan desempeñar un papel clave a la hora de facilitar la adaptación del tejido productivo al escenario generado por la pandemia y acomodar los procesos de reasignación que tengan un carácter estructural.

**El hecho de que algunos grupos de trabajadores vean dificultada su reincorporación laboral, a medida que la crisis se prolonga en el tiempo, también aconsejaría complementar los ERTE con otras medidas.** Entre el

---

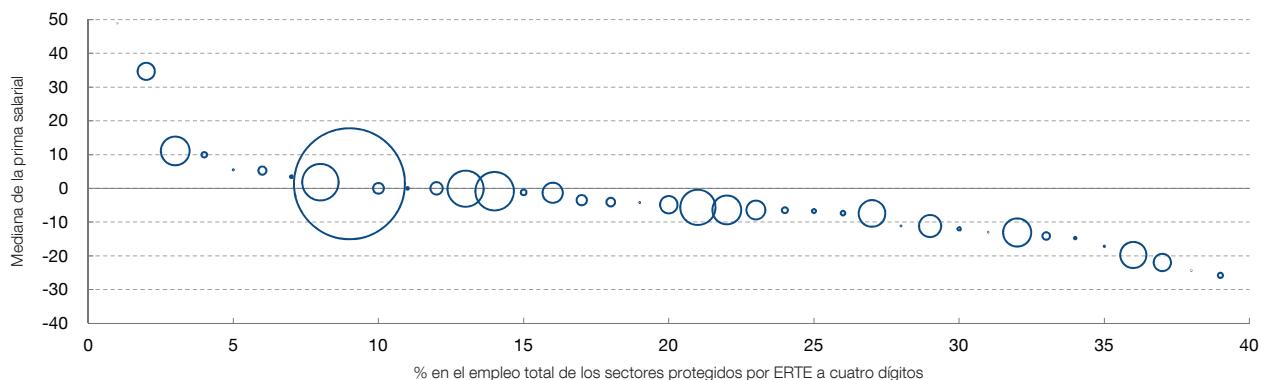
<sup>56</sup> A partir de lo observado en la ratio entre el percentil 80 y el percentil 20 de las empresas según su salario medio dentro de cada sector.

Gráfico 1.23

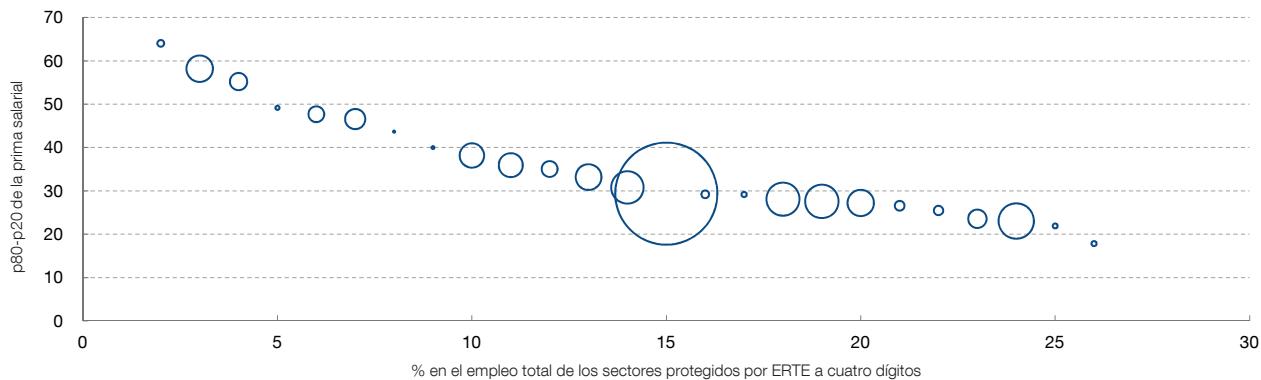
### DIFERENCIAS SIGNIFICATIVAS DE PRODUCTIVIDAD EN LAS EMPRESAS DE LOS SECTORES ESPECIALMENTE PROTEGIDOS POR LOS ERTE

En algunas de las ramas con mayor nivel de protección en el esquema actual de los ERTE, se observa una prima salarial negativa superior al 15 %, lo que señalaría un diferencial negativo de productividad en estas ramas de actividad. Se observa, asimismo, una elevada heterogeneidad entre las empresas de estos sectores.

1 PRIMA SALARIAL MEDIANA DE EMPRESAS EN SECTORES AFECTADOS POR ERTE, SEGÚN EL PESO DE CADA SECTOR EN EL EMPLEO TOTAL DE LOS SECTORES AFECTADOS POR ERTE (a)



2 DIFERENCIA ENTRE LOS PERCENTILES 80 Y 20 DE LA PRIMA SALARIAL DE EMPRESAS EN SECTORES AFECTADOS POR ERTE, SEGÚN EL PESO DE CADA SECTOR EN EL EMPLEO TOTAL DE LOS SECTORES AFECTADOS POR ERTE (a)



FUENTE: Tesorería General de la Seguridad Social (Panel de Datos de Empresas y Trabajadores 2013-2016).

a) La prima salarial de una empresa es igual al efecto fijo de esa empresa cuando se estima una regresión del logaritmo del salario sobre efectos fijos de empresa, efectos fijos de trabajador, *dummies* de edad y *dummies* de año. Se utiliza una muestra de trabajadores con contratos a tiempo completo y con edades entre 25 y 55 años. Veáse Abowd, Kramarz y Margolis (1999) y Carneiro, Guimarães y Portugal (2012).



segundo y el tercer trimestre de 2020, los ERTE demostraron ser un instrumento eficaz para facilitar la reincorporación de los trabajadores al mercado laboral. En efecto, casi el 70 % de los trabajadores que estaban en un ERTE en el segundo trimestre de 2020 retornaron al empleo efectivo durante el tercero, porcentaje que fue 30 pp superior al observado para los trabajadores que perdieron su empleo en el mismo trimestre y no fueron incluidos en un ERTE (véase gráfico 1.24)<sup>57</sup>. No

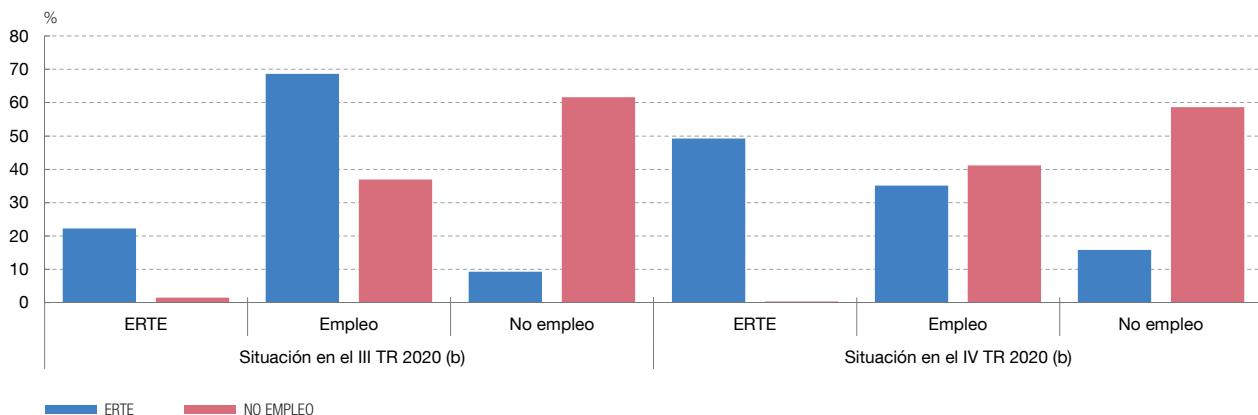
57 Véase Izquierdo, Puente y Regil (2021).

Gráfico 1.24

## FLUJOS LABORALES EN 2020 TRAS UN TRIMESTRE SIN TRABAJAR POR ESTAR EN ERTE, EN PARO O EN INACTIVIDAD

En el tercer trimestre de 2020, la reincorporación laboral de los trabajadores que fueron incluidos en un ERTE durante el trimestre anterior fue mucho más intensa que la observada entre los que perdieron su empleo en ese mismo período y pasaron al paro o a la inactividad. Sin embargo, esta brecha se redujo considerablemente en el tramo final del año.

SITUACIÓN LABORAL TRAS PASAR UN TRIMESTRE EN ERTE DE SUSPENSIÓN O SIN EMPLEO (a)



**FUENTES:** Banco de España, a partir de los microdatos de flujos de la EPA.

- a Personas que no trabajaron en el segundo o en el tercer trimestre de 2020, bien porque estaban en un ERTE de suspensión, bien por estar en paro o inactivos (pero no en ERTE).
- b Las personas que están en un ERTE de reducción de horas se clasifican como en ERTE, y solo se considera en empleo a quienes han vuelto a trabajar a jornada habitual.



obstante, el ritmo de reincorporación laboral de los trabajadores afectados se reduce, de forma apreciable, cuando se analizan los flujos laborales de quienes se acogieron a un ERTE en el tercer trimestre o la situación laboral a finales de 2020 de aquellos trabajadores que llevaban más tiempo en un ERTE. Para estos trabajadores, la probabilidad de reincorporación al empleo fue más parecida a la observada entre quienes no estaban afectados por un ERTE. A la luz de esta evidencia, podría resultar adecuado complementar este mecanismo con otras medidas y revisar algunos de los aspectos de su diseño. En particular, sería apropiado que las exoneraciones de cuotas a la Seguridad Social aplicadas a las empresas estuviesen más vinculadas con la participación de los trabajadores afectados por un ERTE en programas de formación que mitiguen las pérdidas de capital humano asociadas a largos períodos de inactividad y, en su caso, permitan la reasignación hacia otros empleos. En este sentido, a medida que la crisis se alarga, sería deseable valorar si las restricciones a los despidos por causas económicas y el compromiso de mantenimiento del empleo durante los seis meses posteriores a la reincorporación de los trabajadores en ERTE podrían incidir negativamente sobre la viabilidad de algunas empresas que estén reactivando su actividad o dificultar el mencionado proceso de reasignación de recursos. Asimismo, como se señala en detalle en el capítulo 2 de este Informe, el recurso a los ERTE tendrá que acompañarse de una revisión de las políticas activas de empleo, con el fin de reducir posibles aumentos del componente estructural del desempleo.

## BIBLIOGRAFÍA

Abowd, J. M., F. Kramarz y D. N. Margolis (1999). «High wage workers and high wage firms», *Econometrica*, 67(2), pp. 251-333.

Aguilar, P., Ó. Arce, S. Hurtado, J. Martínez-Martín, G. Nuño y C. Thomas (2020). *La respuesta de la política monetaria del Banco Central Europeo frente a la crisis del COVID-19*, Documentos Ocasionales, n.º 2026, Banco de España.

Albrizio, S., A. Buesa, M. Roth y F. Viani (2021). *The real effects of trade uncertainty*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

Alonso, D., A. Buesa, C. Moreno, S. Párraga y F. Viani (2021). *Medidas de política fiscal adoptadas desde otoño en respuesta a la crisis sanitaria: área del euro, Estados Unidos y Reino Unido*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.

Álvarez, L. J., y M. Correa-López (2020). «Inflation expectations in euro area Phillips curves», *Economics Letters*, vol. 195.

Álvarez, L. J., D. Gadea y A. Gómez-Loscos (2021). *La evolución cíclica de la economía española en el contexto europeo*, Documentos Ocasionales, n.º 2103, Banco de España.

Alvargonzález, P., M. Gómez, M. Pidkuyko y E. Villanueva (2021). «Análisis de los flujos laborales y el consumo durante el COVID-2019», Banco de España, mimeo.

Alvargonzález, P., M. Pidkuyko y E. Villanueva (2020). «La situación financiera de los trabajadores más afectados por la pandemia: un análisis a partir de la Encuesta Financiera de las Familias», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 3/2020, Banco de España.

Alves, P., F. Arrizabalaga, J. Delgado, J. Galán, E. Pérez Asenjo, C. Pérez Montes y C. Trucharte (2021). «Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.

Alves, P., R. Blanco, S. Mayordomo, F. Arrizabalaga, J. Delgado, G. Jiménez, E. Pérez Asenjo, C. Pérez Montes y C. Trucharte (2020). «Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.

Anguren, R., L. Gutiérrez de Rozas, E. Palomeque y C. J. Rodríguez García (2020). «La respuesta regulatoria y supervisora frente a la crisis derivada del COVID-19», *Revista de Estabilidad Financiera*, n.º 39, 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.

Banco Central Europeo (2021). *ECB staff macroeconomic projections for the euro area*, marzo de 2021.

Banco de España (2021a). *Informe de Estabilidad Financiera*, primavera, de próxima publicación

Banco de España (2021b). «Proyecciones macroeconómicas 2021-2023», recuadro 1, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2021.

Banco de España (2020a). «Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2020», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020.

Banco de España (2020b). «Análisis del impacto del anuncio del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP)», recuadro 3.3, *Informe Anual 2019*.

Banco de España (2020c). «La importancia de una respuesta de política fiscal coordinada a nivel internacional y su interacción con la política monetaria», recuadro 3.4, *Informe Anual 2019*.

Banco de España (2020d). «El impacto de la pandemia en España y la respuesta de la política económica», capítulo 4, *Informe Anual 2019*.

Banco de España (2020e). «Las rentas del trabajo y la posición financiera de los trabajadores más afectados por el COVID-19», recuadro 4.2, *Informe Anual 2019*.

Banco de España (2020f). «Informe de economía latinoamericana. Segundo semestre de 2020», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020.

Banco Europeo de Inversiones (2021). «Building a smart and green Europe in the COVID-19 era», *Informe sobre inversiones 2020/2021*.

Banco Europeo de Inversiones (2020). «*EIB Investment Survey 2020 – Spain overview*», Encuesta de Inversión anual del Banco Europeo de Inversiones para el año 2020.

Banco de Pagos Internacionales (2020). *Governors and Heads of Supervision commit to ongoing coordinated approach to mitigate COVID-19 risks to the global banking system and endorse future direction of Basel Committee work*, nota de prensa, 30 de noviembre.

Blanco, R., S. Mayordomo, Á. Menéndez y M. Mulino (2021). *El impacto de la crisis del COVID-19 sobre la vulnerabilidad financiera de las empresas españolas*, Documentos Opcionales, Banco de España, de próxima publicación.

Blanco, R., S. Mayordomo, Á. Menéndez y M. Mulino (2020a). «*El impacto de la crisis del COVID-19 sobre la situación financiera de las empresas no financieras en 2020: evidencia basada en la Central de Balances*», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.

Blanco, R., S. Mayordomo, Á. Menéndez y M. Mulino (2020b). *Las necesidades de liquidez y la solvencia de las empresas no financieras españolas tras la perturbación del COVID-19*, Documentos Opcionales, n.º 2020, Banco de España.

Buesa, A., C. García, I. Kataryniuk, C. Martín-Machuca, S. Moreno y M. Roth (2020). «*Brexit: situación y consecuencias económicas*», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.

Carneiro, A., P. Guimarães y P. Portugal (2012). «Real wages and the business cycle: Accounting for worker, firm, and job title heterogeneity», *American Economic Journal: Macroeconomics*, 4(2), pp. 133-152.

Costain, J., G. Nuño y C. Thomas (2021). *Monetary policy transmission in a heterogeneous Monetary Union*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

Cuadro-Sáez, L., F. López-Vicente, S. Párraga Rodríguez y F. Viani (2020). *Medidas de política fiscal en respuesta a la crisis sanitaria en las principales economías del área del euro, Estados Unidos y Reino Unido*, Documentos Opcionales, n.º 2019, Banco de España.

Cuenca, J. A., C. Martínez y A. del Río (2021). «*El ahorro de los hogares durante la pandemia y sus posibles efectos sobre la reactivación futura del consumo*», recuadro 4, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.

Delgado-Téllez, M., E. Gordo, I. Kataryniuk y J. J. Pérez (2020). *The decline in public investment: "social dominance" or too-rigid fiscal rules?*, Documentos de Trabajo, n.º 2025, Banco de España.

Exceltur (2021). *Perspectivas turísticas*, n.º 75.

Fernández-Cerezo, A. (2021). «*La evolución de la actividad en las provincias españolas a lo largo de 2020 y sus determinantes*», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.

Fernández-Cerezo, A., B. González, M. Izquierdo y E. Moral-Benito (2021). «*El impacto económico del COVID-19 en las empresas españolas según la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE)*», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.

Fondo Monetario Internacional (2021). *World Economic Outlook*, abril.

García, C., C. Martín y F. Viani (2020). «*El comercio internacional de productos médicos durante la pandemia de COVID-19*», recuadro 4, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.

Ghirelli, C., M. Gil, S. Hurtado y A. Urtasun (2021). *Relación entre las medidas de contención de la pandemia, la movilidad y la actividad económica*, Documentos Opcionales, n.º 2109, Banco de España.

Gómez, A., y A. del Río (2021). *La crisis sanitaria y el impacto inicial desigual sobre las economías del área del euro*, Documentos Opcionales, Banco de España, de próxima publicación.

Guirola, L., I. Kataryniuk y C. Moreno (2020). «*La respuesta de la política fiscal a la crisis en el área del euro y en Estados Unidos*», recuadro 2, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.

Hernández de Cos, P. (2020). *La economía española ante la crisis del COVID-19. Comparecencia ante la Comisión de Asuntos Económicos y Transformación Digital del Congreso de los Diputados, 18 de mayo de 2020*, Documentos Opcionales, n.º 2023, Banco de España.

Izquierdo, M., S. Puente y A. Regil (2021) «*Los ERTE en la crisis del COVID-19: un primer análisis de la reincorporación al empleo de los trabajadores afectados*», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2021, Banco de España.

Kataryniuk, I., V. Mora-Bajén y J. J. Pérez (2021). *EMU deepening and sovereign debt spreads: using political space to achieve policy space*, Documentos de Trabajo, n.º 2103, Banco de España.

Menéndez, A., y M. Mulino (2021a). «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril 2021», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2021, Banco de España.

Menéndez, A., y M. Mulino (2021b). «Resultados de las empresas no financieras hasta el cuarto trimestre de 2020. Un avance de cierre de ejercicio», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2021, Banco de España.

Párraga, S., y M. Roth (2021). «Análisis de los planes de política fiscal en Estados Unidos», recuadro 3, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.

Río, A. del, y J. A. Cuenca (2020). «La renta y el ahorro de los hogares en la zona del euro durante la primera ola de la pandemia», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.

Sánchez, I. (2020). «Dinámicas recientes y perspectivas de la inflación en España», recuadro 5, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.

UNWTO (2021). «2020: worst year in tourism history with 1 billion fewer international arrivals», 28 de enero.

## LA EVOLUCIÓN EPIDEMIOLÓGICA A ESCALA GLOBAL

La pandemia de COVID-19 ha supuesto una emergencia sanitaria a escala mundial, sin precedentes en el último siglo, que ya se ha cobrado la vida de más de tres millones de personas<sup>1</sup>. Este recuadro presenta una breve descripción de la evolución de la enfermedad desde sus orígenes, de las diferencias internacionales que se han observado en su incidencia y de las perspectivas sobre su posible evolución.

Aunque el origen de la enfermedad es todavía incierto, los primeros casos se documentaron en la ciudad china de Wuhan a mediados de diciembre de 2019. Durante los dos primeros meses de 2020, mientras China hacía frente ya a una crisis sanitaria de primera magnitud, el virus se propagó de manera progresiva por el resto del hemisferio norte. Superados los 100.000 infectados en más de 100 países, la Organización Mundial de la Salud catalogó la enfermedad como pandemia el 11 de marzo de 2020 (véase gráfico 1.1).

Durante los meses de marzo y abril, su rápida expansión supuso un reto ingente para los sistemas sanitarios, que alcanzaron niveles de saturación muy elevados, lo que llevó a la introducción de medidas de contención severas y prácticamente inéditas en tiempos de paz, como los confinamientos domiciliarios de la población (véase gráfico 1.2)<sup>2</sup>. En consecuencia, la propagación del virus se ralentizó de forma progresiva, lo que, en la mayoría de las economías avanzadas, dio lugar a la relajación gradual de las restricciones a partir de la segunda mitad del segundo trimestre. Entretanto, el virus se iba expandiendo por las economías emergentes, con especial virulencia en América Latina.

Durante el verano, la incidencia de la pandemia en el hemisferio norte fue relativamente limitada, pero, a partir de septiembre, se produjo un aumento progresivo de los

contagios y de los fallecimientos, caracterizado por una heterogeneidad geográfica mucho mayor que la observada en la primera ola. A escala global, el pico de esta nueva ola, que se ha cobrado muchas más vidas que la primera, se alcanzó en febrero de 2021 (véase gráfico 1.3). Desde entonces, las medidas de contención de la pandemia, que habían vuelto a endurecerse durante el otoño, se han relajado intermitentemente, al tiempo que, como se indicará a continuación, se avanza en el proceso de vacunación de la población. En las últimas semanas se observa un repunte de los fallecidos en las economías emergentes, con especial intensidad en la India, donde la vacunación está rezagada.

La incidencia de la pandemia sobre las distintas áreas geográficas ha sido muy dispar en cuanto a su cronología, magnitud y persistencia (por ejemplo, en términos de la mortalidad per cápita) (véase gráfico 2), en un contexto de notable heterogeneidad en las medidas de contención. En los primeros meses, dada la experiencia inicial de China<sup>3</sup>, el enfoque más extendido en las economías avanzadas fue el de imponer confinamientos generalizados y restricciones severas a la movilidad de las personas y a la actividad de determinados sectores<sup>4</sup>. Sin embargo, algunos países, como Corea del Sur, decidieron concentrar sus esfuerzos en la realización de pruebas diagnósticas a gran escala y el rastreo exhaustivo de las infecciones<sup>5</sup>. Posteriormente, otros países —como Japón, Nueva Zelanda y Australia— han seguido una estrategia similar y, con unos controles muy estrictos de la propagación comunitaria, han logrado recuperar cierta normalidad de la actividad social. En cambio, otras economías —como Suecia, Estados Unidos o Brasil— optaron por medidas de contención menos restrictivas desde el punto de vista normativo<sup>6</sup>.

1 El número de personas fallecidas en otras epidemias de enfermedades respiratorias recientes, como el SARS (2002-2004) y el MERS (2012), no supone ni siquiera el 0,1 % de las muertes que se han producido por COVID-19 hasta la fecha de cierre de este informe.

2 Véanse N. Haug, L. Geyrhofer, A. Londei, E. Dervic, A. Desvars-Larrive, V. Loreto, B. Pinior, S. Thurner y P. Klimek (2020), «Ranking the effectiveness of worldwide COVID-19 government interventions», *Nature Human Behaviour*; y J. Dehning, J. Zierenberg, P. Spitzner, M. Wibral, J. Pinheiro, M. Wilczek y V. Priesemann (2020), «Inferring change points in the spread of COVID-19 reveals the effectiveness of interventions», *Science*, vol. 10. El índice de severidad de Oxford mostrado en el gráfico presenta algunas limitaciones. Por ejemplo, la contabilización de las medidas tomadas a escala provincial y municipal afecta considerablemente al índice y provoca subidas muy marcadas que pueden no reflejar la situación del agregado nacional.

3 Este país aplicó confinamientos severos, pero localizados, que llegaron a afectar al 10 % de su población. Véase A. Buesa (2020), «China: impacto de la pandemia y reactivación económica», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.

4 Véase S. Flaxman, S. Mishra, A. Gandy, H. Juliette, T. Unwin, T. A. Mellan, H. Coupland, C. Whittaker, H. Zhu, T. Berah, J. W. Eaton, M. Monod, A. C. Ghani, C. A. Donnelly, S. Riley, M. A. C. Vollmer, N. M. Ferguson, L. C. Okell y S. Bhatt (2020), «Estimating the effects of non-pharmaceutical interventions on COVID-19 in Europe», *Nature*, vol. 584, pp. 257-261.

5 Véase B. Égert, Y. Guillemette, F. Murtin y D. Turner (2020), *Walking the tightrope: avoiding a lockdown while containing the virus*, OECD Economics Department Working Papers, n.º 1633.

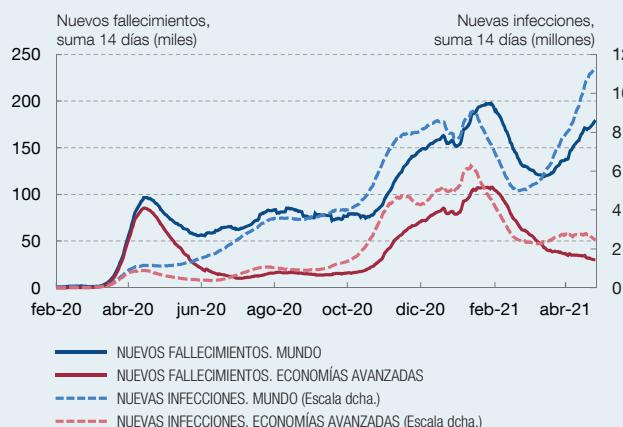
6 Véase I. A. Moosa (2020), «The effectiveness of social distancing in containing Covid-19», *Applied Economics*, 52:58, pp. 6292-6305.

Recuadro 1.1

**LA EVOLUCIÓN EPIDEMIOLÓGICA A ESCALA GLOBAL (cont.)**

Gráfico 1  
EVOLUCIÓN DEL COVID-19, VACUNACIÓN Y PERSPECTIVAS EPIDEMIOLÓGICAS

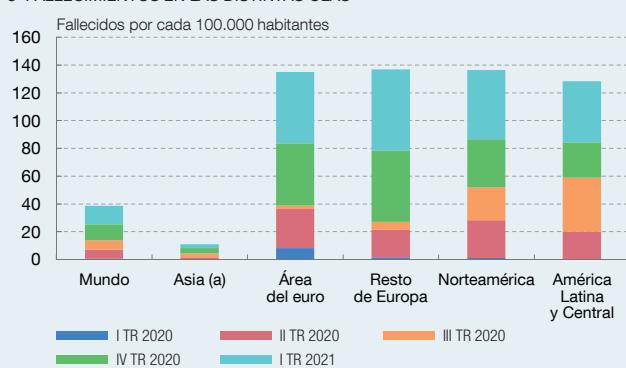
1 FALLECIDOS E INFECCIONES DESDE EL PRINCIPIO DE LA PANDEMIA



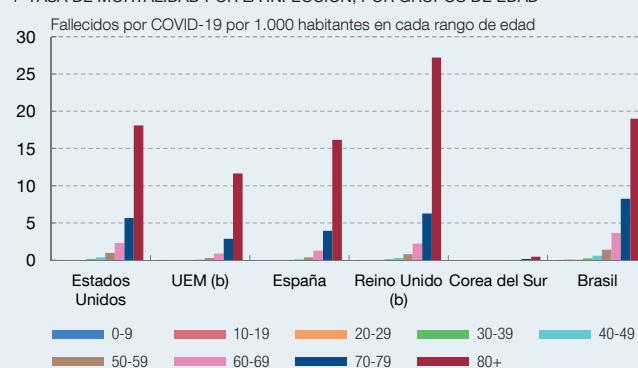
2 SEVERIDAD DE LAS MEDIDAS DE CONTENCIÓN



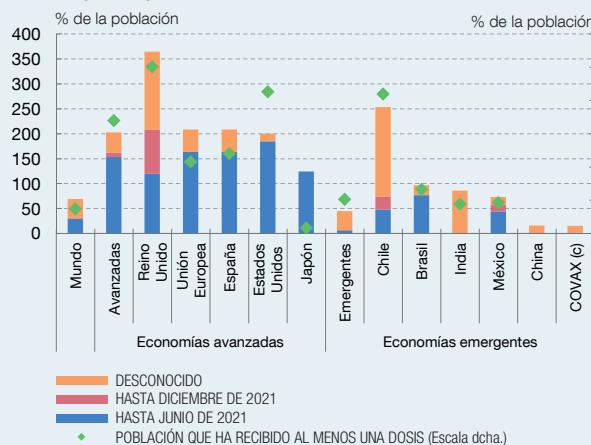
3 FALLECIMIENTOS EN LAS DISTINTAS OLAS



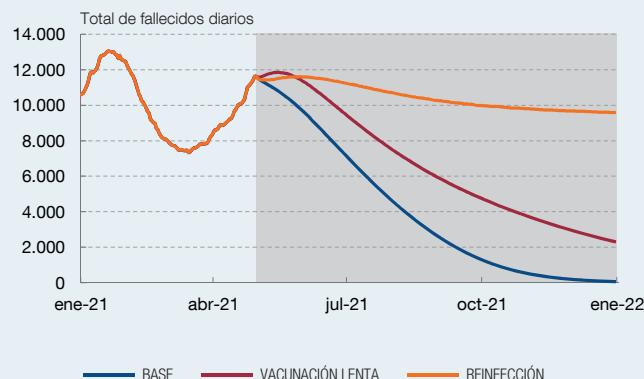
4 TASA DE MORTALIDAD POR LA INFECCIÓN, POR GRUPOS DE EDAD



5 VACUNAS ACORDADAS CON LAS EMPRESAS FARMACÉUTICAS Y VACUNAS ADMINISTRADAS



6 ESCENARIOS DE EVOLUCIÓN DE LA PANDEMIA EN EL MUNDO (d)



**FUENTES:** Banco Mundial, Bloomberg, Duke Global Health Innovation Center, Johns Hopkins University - Coronavirus Resource Center, Our World in Data, COVID-19 INED, COVerAGE-DB, Reuters, Oxford COVID-19 Government Response Tracker y Rungcharoenkitkul (2021).

a Asia incluye Rusia.

b El Reino Unido está compuesto por Inglaterra y Gales; la UEM, por Alemania, España, Francia e Italia.

c Vacunas adquiridas bajo la iniciativa COVAX sobre la población de las economías emergentes.

d Escenarios considerados por Rungcharoenkitkul (2021). El escenario «base» supone un progreso lineal del ritmo de vacunación hasta agotar todas las dosis contratadas a finales de 2021. En el escenario «nueva ola», la tasa de infección aumenta temporalmente por nuevas cepas más letales y contagiosas, si bien las vacunas seguirían siendo efectivas. En el escenario «vacunación lenta» se considera que la vacunación avanza a un tercio del ritmo del escenario «base». El escenario «reinfección» supone la pérdida de la inmunidad de las personas después de 60 días de la infección o vacunación.

**LA EVOLUCIÓN EPIDEMIOLÓGICA A ESCALA GLOBAL (cont.)**

Con carácter general, tras la experiencia de la primera ola, el abanico de medidas utilizadas para hacer frente a la crisis sanitaria se amplió, y estas tendieron a estar más focalizadas en áreas o actividades concretas para tratar de minimizar las disrupciones en términos tanto sociales como económicos. En cualquier caso, aun en los episodios más extremos, el endurecimiento de las medidas de contención de la pandemia durante la segunda ola no llegó a alcanzar la severidad observada en su primera fase. Por otro lado, al margen de la reacción de las autoridades, también se ha observado una notable adaptación de los hogares y de las empresas. En efecto, en el caso de los ciudadanos, estos han ido adaptando sus hábitos, lo que se ha traducido, por ejemplo, en una reducción voluntaria de la interacción social y de la movilidad<sup>7</sup>, favorecida en algunas economías por las empresas gracias a la extensión del teletrabajo, de la digitalización y del comercio electrónico.

Los factores que se encuentran tras la heterogeneidad entre países y áreas geográficas en la incidencia del virus y en su mortalidad son todavía inciertos. La literatura indica un conjunto de determinantes que podrían explicarla parcialmente. Así, por ejemplo, algunos estudios asocian una mayor propagación de la enfermedad con ciertas características estructurales ligadas a las pautas de interacción personal, al clima<sup>8</sup>, a la concentración de la población y a la estructura productiva —esta última por la distinta relevancia de las actividades que pueden beneficiarse del teletrabajo y de aquellas que implican un elevado grado de contacto humano—. Otros posibles determinantes del impacto asimétrico de la pandemia por países serían la estructura demográfica de la población, dada la mayor mortalidad en las personas de edad más avanzada (véase gráfico 1.4), la calidad de los sistemas sanitarios<sup>9</sup> y la proporción de la población que haya

adquirido inmunidad al superar la enfermedad o al ser vacunada. Un segundo grupo de factores se relaciona más con características sociológicas. Por ejemplo, las sociedades con costumbres que conllevan más contacto físico encontrarían mayores dificultades a la hora de contener la propagación del virus, mientras que aquellas con experiencia previa en este tipo de enfermedades estarían mejor preparadas<sup>10</sup>. Por su parte, como ya se ha mencionado, la propia elección de la estrategia sanitaria en cada país también podría haber influido en la heterogeneidad observada en la incidencia de la pandemia.

La disponibilidad de varias vacunas efectivas contra el COVID-19 a los pocos meses de surgir la pandemia se considera un hito médico y un factor clave para la superación de la crisis sanitaria<sup>11</sup>. En particular, se prevé que la inmunización gradual de la población venga acompañada de una reducción de la mortalidad, del levantamiento de las medidas de contención y de una normalización paulatina de la actividad social y económica. El proceso de vacunación a escala mundial se inició en diciembre de 2020, y hasta el momento se ha inmunizado al 2% de la población mundial, porcentaje al que habría que añadir las personas que ya cuentan con una cierta inmunidad natural por haber superado la enfermedad. Por otra parte, se han desarrollado tratamientos médicos que están reduciendo su mortalidad y sus secuelas. Las vacunas adquiridas hasta el momento por los países serían suficientes para vacunar a más del 60% de la población mundial, lo que podría ser compatible con el control de la enfermedad este año si no pierden efectividad<sup>12</sup>. Sin embargo, el acceso a las vacunas en las economías avanzadas sería muy superior al del resto, pese a las iniciativas que se han emprendido para favorecer el suministro a los países en desarrollo<sup>13</sup> (véase gráfico 1.5). En todo caso, el avance de la campaña de

7 Véase W. Maloney y T. Taskin (2020), *Determinants of Social Distancing and Economic Activity during COVID-19: A Global View*, Policy Research Working Paper Series, n.º 9242, Banco Mundial.

8 Véase C. Ghirelli, A. González, J. L. Herrera, y S. Hurtado (2021), *Weather, mobility and the evolution of the COVID-19 pandemic*, Documentos de Trabajo, n.º 2109, Banco de España.

9 Véase N. Sussman (2020), «*Time for Bed(s): Hospital Capacity and Mortality from COVID-19*», *Covid Economics*, n.º 11.

10 Véase A. Buesa, J. J. Pérez y D. Santabárbara (2021), *Awareness of pandemics and the impact of COVID-19*, de próxima publicación en *Economics Letters* y como documento de trabajo del Banco de España.

11 El desarrollo de varias vacunas efectivas contra el COVID-19 y sus ensayos clínicos se han llevado a cabo en un tiempo récord, en menos de un año. Esta celeridad, favorecida por la financiación disponible y la agilización de los procesos de aprobación, también habría sido consecuencia de la experiencia previa en el desarrollo de vacunas contra otras enfermedades recientes (por ejemplo, el SARS y el MERS). Para más información, véase S. Su, L. Du y S. Jiang (2020), «*Learning from the past: development of safe and effective COVID-19 vaccines*», *Nature Reviews Microbiology*, n.º 19, pp. 211-219.

12 Véase Ph. Rungcharoenkitkul (2021), *Macroeconomic consequences of pandexit*, BIS Working Papers, n.º 932.

13 Destaca la iniciativa **COVAX (COVID-19 Vaccines Global Access)**, que tiene como objetivo el acceso equitativo a las vacunas a través de un mecanismo de compra conjunta para su distribución en los países emergentes.

## LA EVOLUCIÓN EPIDEMIOLÓGICA A ESCALA GLOBAL (cont.)

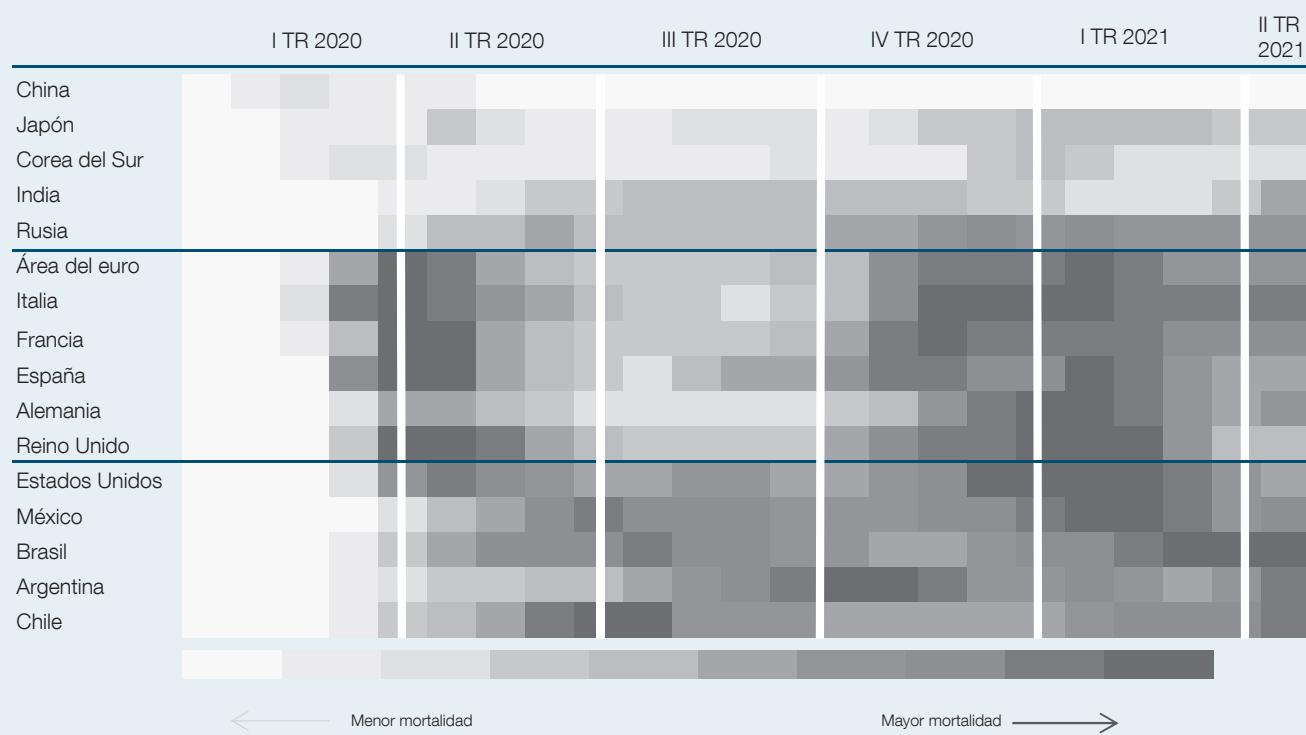
vacunación a escala global está mostrando, de nuevo, una elevada heterogeneidad por países, que viene explicada por los propios contratos de suministro con las empresas farmacéuticas, por los retos logísticos de los diferentes tipos de vacunas adquiridas y por la capacidad de los sistemas de salud para administrarlas a los colectivos más vulnerables.

No obstante, este escenario central en el que se vislumbra el control de la enfermedad este año es incierto, y la solución médica a escala global podría retrasarse (véase gráfico 1.6). Así, por un lado, es posible que los planes de vacunación sean optimistas y no puedan materializarse. Por otro, preocupa en especial la eventual pérdida de la inmunidad por la aparición de nuevas variantes del virus, algunas potencialmente más contagiosas y letales, que

resten efectividad a las vacunas actuales y a la inmunidad adquirida de forma natural. En este sentido, la mutación del virus hacia cepas que deriven en la pérdida de inmunidad podría verse favorecida por estrategias de vacunación excesivamente parsimoniosas que retrasen las pautas de inmunidad completa o que cubran solo a una parte de la población mundial<sup>14</sup>. Este escenario de elevada persistencia de la pandemia podría llevar asociada la necesidad de introducir medidas de contención intermitentes<sup>15</sup>. Finalmente, no debe descartarse una situación en la que, tras la superación de la pandemia, la enfermedad pase a ser estacional, lo que requeriría esfuerzos de prevención y vacunación regulares.

En este contexto, resulta crucial que las autoridades continúen reforzando los sistemas sanitarios, en particular en

Gráfico 2  
EVOLUCIÓN DE LOS FALLECIMIENTOS PER CÁPITA, POR PAÍSES (a)



FUENTE: Organización Mundial de la Salud.

a Cada área sombreada corresponde a un intervalo de 21 días.

14 Véase O. J. Wouters, K. C. Shadlen, M. Salcher-Konrad, A. J. Pollard, H. J. Larson, Y. Teerawattananon y M. Jit (2021), «Challenges in ensuring global access to COVID-19 vaccines: production, affordability, allocation, and deployment», *The Lancet*.

15 La experiencia con otras enfermedades sugiere que existe un cierto riesgo de cronificación. Véase D. Morens y A. Fauci (2020), «Emerging Pandemic Diseases: How We Got to COVID-19», *Cell*, 182(5).

### LA EVOLUCIÓN EPIDEMIOLÓGICA A ESCALA GLOBAL (cont.)

las vertientes de prevención y de respuesta rápida, así como el suministro de vacunas y otro material médico necesario. En un marco global, la normalización de la movilidad de las

personas requiere, además, la cooperación internacional, de forma que se facilite el acceso universal a los procesos de vacunación y a los tratamientos médicos disponibles.

## LA RESPUESTA DE LA UNIÓN EUROPEA A LA CRISIS ECONÓMICA DEL COVID-19 Y LOS NUEVOS RETOS EN EL ÁMBITO DE SU GOBERNANZA

La Unión Europea (UE) ha logrado consensuar una respuesta común a la crisis económica generada por la pandemia de COVID-19 (véase esquema 1)<sup>1</sup>, que ha actuado como un complemento relevante para la reacción, también decidida, de la política monetaria. Entre las distintas iniciativas aprobadas destaca, especialmente, la creación del instrumento de recuperación *Next Generation EU* (NGEU), que se desarrolla en el capítulo 2 de este Informe. A pesar de su naturaleza temporal, este programa supone un hito incuestionable en el proyecto integrador de la Unión, pues contiene elementos de solidaridad y de responsabilidad compartida sin precedentes<sup>2</sup>.

Si bien esta respuesta ambiciosa —que en parte ha reflejado las lecciones aprendidas en crisis previas— ha evidenciado la capacidad de decisión y de actuación conjunta de la UE, también ha puesto de manifiesto la necesidad de continuar reforzando su gobernanza económica. En este recuadro se exponen algunas de las principales líneas de actuación futuras que son necesarias para fortalecer la arquitectura económica y financiera europea.

Una de las áreas de actuación que presenta una especial relevancia es la reforma de las reglas fiscales europeas. En febrero de 2020, la Comisión Europea (CE) inició un proceso de revisión de la gobernanza fiscal, que quedó interrumpido por la crisis sanitaria y por la activación de la

cláusula general de escape (CGE)<sup>3</sup>. A los motivos identificados entonces para recomendar esta revisión<sup>4</sup> —entre otros, la excesiva complejidad de las reglas fiscales, que ha generado falta de transparencia y de predictibilidad, y su incapacidad para evitar la prociclicidad de las políticas fiscales— se añaden ahora el fuerte deterioro de las finanzas públicas nacionales como consecuencia de la pandemia y la necesidad de proteger la inversión pública<sup>5</sup>. De acuerdo con la propuesta de la CE, al objeto de preservar el necesario impulso fiscal para consolidar la recuperación de la crisis actual, la CGE no se desactivará hasta que la UE alcance el nivel de actividad económica previo a la pandemia<sup>6</sup>. No obstante, la revisión de las reglas fiscales debería retomarse lo antes posible.

Otro elemento clave de la agenda reformadora es la creación de una capacidad fiscal común y permanente en la Unión Económica y Monetaria (UEM) para hacer frente a graves perturbaciones que evite que la respuesta de la política económica europea en estos episodios dependa fundamentalmente de acuerdos políticos *ad hoc*<sup>7</sup>. Este mecanismo de estabilización macroeconómica permitiría una respuesta común frente a perturbaciones tanto sistémicas como idiosincrásicas, asegurando el carácter contracíclico de la política fiscal<sup>8</sup>. Esta capacidad fiscal podría consistir, en particular, en un instrumento de apoyo a la inversión —que contribuiría a elevar el crecimiento potencial de la región—, en la financiación de proyectos

1 Para una descripción más detallada de los distintos elementos que componen la respuesta de la UE a la pandemia, véanse, por ejemplo, Banco de España (2020), «*El papel de las políticas económicas ante la pandemia en el plano internacional*», capítulo 3, *Informe Anual 2019*, y L. Guirola, I. Kataryniuk y C. Moreno (2020), «*La respuesta de la política fiscal a la crisis en el área del euro y en Estados Unidos*», recuadro 2, «*Informe trimestral de la economía española*», *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.

2 Las características e implicaciones de este programa se analizan en profundidad en el capítulo 2 de este Informe. Adicionalmente, véanse Banco de España (2020), «*Next Generation EU: Principales características e impacto de su anuncio sobre las condiciones financieras*», «*Informe trimestral de la economía española*», *Boletín Económico*, 3/2020, y Ó. Arce, 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.

3 Véanse Comisión Europea (2020), «*Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social y al Comité de las Regiones. Revisión de la gobernanza económica*», COM(2020) 55 final, y Comisión europea (2020), «*Comunicación de la Comisión al Consejo relativa a la activación de la cláusula general de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento*», COM(2020) 123 final.

4 Véase Banco de España (2020), «*La reforma del marco de supervisión de la política fiscal en Europa*», recuadro 4, «*Informe trimestral de la economía española*», *Boletín Económico*, 1/2020.

5 Véanse Banco de España (2020), «*La importancia de una respuesta de política fiscal coordinada a nivel internacional y su interacción con la política monetaria*», recuadro 3.4, *Informe Anual 2019*, y 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, n.º 2025, Banco de España.

6 Según las previsiones actuales, este criterio supondría la desactivación de la CGE en 2023. No obstante, una vez que la CGE se desactive, es posible que sea necesario recurrir a la flexibilidad en la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) en aquellos Estados miembros que no hubieran recuperado aún su nivel de actividad económica previo a la crisis. Véase Comisión Europea (2021), «*Comunicación de la Comisión Europea al Consejo. Un año después de la pandemia de COVID-19: respuesta en materia de política presupuestaria*», COM(2021)105 final.

7 Véase European Fiscal Board (2020), *Annual Report 2020*.

8 Para un análisis de la capacidad de estabilización de un instrumento fiscal centralizado, véase P. Burriel, P. Chronis, M. Freier, S. Hauptmeier, L. Reiss, D. Stegarescu y S. Van Parys (2020), *A fiscal capacity for the euro area, lessons from existing fiscal-federal systems*, Documentos Ocasionales, n.º 2009, Banco de España.

Recuadro 1.2

**LA RESPUESTA DE LA UNIÓN EUROPEA A LA CRISIS ECONÓMICA DEL COVID-19 Y LOS NUEVOS RETOS EN EL ÁMBITO DE SU GOBERNANZA (cont.)**

Esquema 1

LA RESPUESTA EUROPEA A LA CRISIS DEL COVID-19: MEDIDAS REGULATORIAS Y FISCALES APROBADAS POR LA UE

Acciones rápidas o de CORTO PLAZO		
<b>Flexibilización temporal de marcos regulatorios comunes en distintos ámbitos</b>		
Relajación de reglas fiscales mediante activación de cláusula escape del PEC (marzo de 2020)	Marco temporal de ayudas de Estado (marzo de 2020 y sucesivas actualizaciones)	Paquete bancario frente a crisis (abril de 2020) y <i>quick fix</i> (modificación CRR) en junio de 2020
<b>Triple red de seguridad: apoyo al empleo y los trabajadores, a las empresas y a los Gobiernos de la UE</b> <b>540 mm de euros</b>		
<b>Instrumento SURE (a)</b> <b>100 mm de euros</b>  Ofrece apoyo temporal para mitigar los riesgos de desempleo en una emergencia  Aprobada ayuda financiera de 90,3 mm€ para 19 EEMM  Desembolsados 62,5 mm€ a 16 EEMM a 16 de marzo de 2021	<b>Grupo BEI</b> <b>200 mm de euros</b>  Creación de Fondo de Garantía Panuropeo para Préstamos a Empresas  Préstamos de hasta 200 mm€ para empresas, en especial pymes, en toda la UE  Aprobado un primer conjunto de proyectos por 40,3 mm€ a 28 febrero de 2021	<b>MEDE</b> <b>240 mm de euros</b>  Creación de línea de crédito específica de ayuda a los EEMM  Ayuda del 2 % del PIB de cada EEMM en 2019  No utilizada aún
<b>Modificaciones en el presupuesto de la UE para 2020</b>  Fondos añadidos para financiar la compra de equipos médicos y de vacunas por valor de 9,3 mm de euros, y reorientación de fondos de cohesión para ayudar a los EEMM a financiar gastos de pandemia por 65,8 mm de euros		
Acciones de MEDIO PLAZO		
<b>NEXT Generation EU</b> <b>750 mm de euros</b>		
<b>Mecanismo de Recuperación y Resiliencia</b> <b>672,5 mm de euros</b>  Reglamento adoptado por el Consejo el 11 de febrero de 2021  Instrumento de apoyo a reformas e inversiones emprendidas por países de la UE en forma de:	Subvenciones: 312,5 mm€  Préstamos: 360 mm€	<b>Otros programas</b> <b>77,5 mm de euros</b>  Subvenciones  REACT EU 47,5 mm€, Horizonte Europa 5 mm€, InvestEU 5,6 mm€, Desarrollo Rural 7,5 mm€, Fondos de Transición Justa 10 mm € y RescEU 1,9 mm€
<b>Marco financiero plurianual (MFP) para 2021-2027</b>  El MFP, dotado con 1.074 mm de euros y acordado por el Consejo Europeo junto con el fondo de recuperación NGEU, apoyará la inversión en las transiciones digital y ecológica, y la resiliencia económica, a través de diversos programas, dentro de las rúbricas:		
Mercado único, innovación y sector digital <b>132,8 mm€</b>	Cohesión, resiliencia y valores <b>377,8 mm€</b>	Recursos naturales y medioambiente <b>356,4 mm€</b>

**FUENTE:** Banco de España, a partir de datos de la Comisión Europea.

a SURE corresponde a *Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*, y EEMM significa Estados miembros.

## LA RESPUESTA DE LA UNIÓN EUROPEA A LA CRISIS ECONÓMICA DEL COVID-19 Y LOS NUEVOS RETOS EN EL ÁMBITO DE SU GOBERNANZA (cont.)

comunes europeos —por ejemplo, en el ámbito medioambiental y digital— o en un seguro de desempleo europeo<sup>9</sup>. Indudablemente, de cara a establecer un instrumento permanente de este tipo, al menos para la UEM, será fundamental aprovechar las lecciones que puedan extraerse del diseño y de la ejecución de los programas temporales NGEU y SURE (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*), en los que podría inspirarse.

Al margen de cuestiones fiscales, la financiación de los programas NGEU y SURE supondrá la emisión de un volumen muy significativo de bonos paneuropeos denominados en euros<sup>10</sup>. Estas emisiones representan un paso importante en el avance hacia un activo seguro europeo, si bien se requerirán actuaciones adicionales en los próximos años para su desarrollo completo y consolidación. En este sentido, cabe señalar que un activo seguro europeo desempeñaría un papel decisivo para debilitar el vínculo entre el riesgo bancario y el soberano, fomentar el papel internacional del euro<sup>11</sup> e impulsar la unión del mercado de capitales<sup>12</sup>, un proyecto fundamental —más si cabe tras la salida del Reino Unido de la UE— para incrementar la integración de los mercados de capitales europeos y promover canales privados de participación de riesgos.

A la necesidad de profundizar en la integración financiera de la UE se une la de preservar su mecanismo de integración económica más valioso, el mercado único. Durante la crisis provocada por la pandemia de COVID-19 se ha usado la flexibilidad de su marco regulatorio para garantizar el apoyo de los Estados miembros a sus economías, por ejemplo, a través de ayudas de Estado. Ahora bien, debe evitarse que estas medidas nacionales puedan fragmentar el mercado interior o menoscaben las

condiciones de competencia equitativas<sup>13</sup>. De cara al futuro, es necesario que el mercado interior se adapte a las circunstancias cambiantes de la competencia internacional, de manera que se preserve su apertura externa, pero se eliminen también vulnerabilidades. El diseño de una estrategia de autonomía abierta aspira a encontrar ese equilibrio entre el compromiso con el multilateralismo y la apertura, y el objetivo de hacer más sostenibles y resilientes las cadenas de valor europeas. Para evitar que algunos aspectos de esta estrategia dificulten la convergencia entre los Estados miembros y distorsionen el funcionamiento del mercado único, sería conveniente que estas actuaciones fueran acompañadas de medidas de aseguramiento mutuo que garanticen la necesaria cohesión interna<sup>14</sup>.

La arquitectura financiera y el marco de gestión de crisis de la eurozona también deben reforzarse. La culminación de la unión bancaria requiere el establecimiento de un sistema europeo de garantía de depósitos con un componente de mutualización de riesgos lo más amplio posible. Un compromiso político creíble en este ámbito supondría una contribución decisiva para garantizar la estabilidad financiera en el área del euro a corto y a medio plazo<sup>15</sup>.

En lo que respecta al marco de gestión de crisis y de resolución de entidades, es positivo que se haya aprobado la modificación del Tratado del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) para, entre otros propósitos, convertirlo en el respaldo financiero de última instancia del Fondo Único de Resolución en la resolución de entidades significativas. Sin embargo, hay todavía cuestiones pendientes, como son la provisión de liquidez a las entidades en resolución, un marco regulatorio común de resolución ante crisis sistémicas o un procedimiento

9 Para un análisis de las consecuencias macroeconómicas de estos instrumentos, véase Banco de España (2017), «La política fiscal en la UEM», capítulo 4, *Informe Anual 2016*.

10 Véase M. Delgado-Téllez, I. Kataryniuk, F. López-Vicente y J. J. Pérez (2020), *Endeudamiento supranacional y necesidades de financiación en la Unión Europea*, Documentos Ocasionales, n.º 2021, Banco de España

11 Véase P. Hernández de Cos (2019), «Veinte años de la UEM: de la divergencia a la resiliencia», discurso de apertura de la Tercera Conferencia Anual de Investigación del Banco de España.

12 Véase Banco de España (2020), «La Unión de los Mercados de Capitales: nuevos desarrollos», recuadro 4, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2020.

13 Para lograr una recuperación sólida y resiliente de la economía de la UE, es preciso contar con un mercado único plenamente operativo y más integrado que corrija las debilidades identificadas durante la crisis. Véanse las Conclusiones del Consejo Europeo (2020), tituladas «Profundizar el mercado único para una recuperación sólida y una Europa competitiva y sostenible», 11 de septiembre.

14 Véase P. L'Hotellerie, M. Manrique y A. Millaruelo (2021), «La autonomía estratégica abierta de la UE», recuadro 5, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.

15 Véase P. Hernández de Cos (2020), *La respuesta europea frente a la crisis del COVID-19*, discurso para la inauguración de las Jornadas de la Fundación Internacional Olof Palme.

## LA RESPUESTA DE LA UNIÓN EUROPEA A LA CRISIS ECONÓMICA DEL COVID-19 Y LOS NUEVOS RETOS EN EL ÁMBITO DE SU GOBERNANZA (cont.)

común europeo para la liquidación administrativa de las entidades de crédito.

Por otro lado, en la coyuntura actual las respuestas intergubernamentales (como las del MEDE), que requieren el recurso constante a la unanimidad, han quedado

relegadas en favor de respuestas firmemente ancladas en el marco de la UE<sup>16</sup>. En este sentido, podría ser adecuado avanzar en la propuesta de la CE, apoyada por el BCE en 2018, de integrar el MEDE como organismo de la UE, de forma que se refuerce y consolide su papel en la gestión de futuras crisis<sup>17</sup>.

16 Véase A. Westerhof (2021), *Reform of the European Stability Mechanism signed: a landmark achievement fully respectful of EU constitutional and institutional limits*, EULawLive, Weekend Edition, n.º 50.

17 Véase Banco Central Europeo (2018), *Dictamen CON/2018/20*, observaciones generales.

## LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS DESPLEGADAS PARA MITIGAR LOS RIESGOS DE LIQUIDEZ DE LAS EMPRESAS Y DE LOS EMPRESARIOS INDIVIDUALES EN ESPAÑA, Y SU COMPARATIVA INTERNACIONAL

Las medidas de contención adoptadas en respuesta a la crisis sanitaria han tenido un fuerte impacto en la actividad empresarial, que se ha reflejado en un significativo aumento de las necesidades de liquidez de las empresas y de los empresarios individuales. En paralelo, el incremento de los riesgos percibidos por los prestamistas en los mercados de deuda hacia prever un endurecimiento de las condiciones de financiación. Con el fin de mitigar estos riesgos de liquidez, las autoridades han desplegado con rapidez políticas económicas en distintos ámbitos, a escala tanto nacional como supranacional, cuyas principales líneas se describen en este recuadro.

En el ámbito de la política fiscal en España, cabe destacar los programas de avales públicos gestionados a través del Instituto de Crédito Oficial. El primero, por un importe máximo de 100 mm de euros, se dirigió a financiar las necesidades de liquidez de las empresas y de los autónomos. El destino principal del segundo, por un máximo de 40 mm de euros, era la financiación de la inversión en activos fijos, si bien esta línea también incluye entre sus finalidades la cobertura de necesidades de liquidez. En estos programas, el Estado asume hasta el 80 % de las posibles pérdidas asociadas a los préstamos concedidos por las entidades financieras, lo que incentiva la oferta de crédito<sup>1</sup>. A 31 de marzo de 2021, ambos programas han avalado conjuntamente préstamos por un total de 93,9 mm de euros, lo que se ha traducido en una financiación total de 123,6 mm de euros<sup>2</sup>. Asimismo, 4 mm de euros de la dotación del primer programa se destinaron a garantizar pagarés emitidos en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) —de los cuales se han

utilizado unos 600 millones— y 500 millones, a apoyar los reavales concedidos por la Compañía Española de Reafianzamiento (CERSA), cuantías que fueron reforzadas mediante el segundo programa de avales<sup>3</sup>.

Además, en comparación con el resto de la financiación bancaria, los préstamos acogidos al programa de avales presentan condiciones ventajosas tanto en el tipo de interés como en el plazo de la operación<sup>4</sup>. Tras la aprobación del Acuerdo del Consejo de Ministros de 24 de noviembre de 2020, el plazo máximo de vencimiento de los préstamos concedidos se ha ampliado hasta los ocho años (desde los cinco iniciales en los avales concedidos mediante la primera línea)<sup>5</sup>. Asimismo, en virtud del Real Decreto-ley 5/2021, se ha extendido el plazo para la concesión de avales hasta el 31 de diciembre de 2021. Este real decreto-ley también incorpora la ampliación, hasta finales de año, de la moratoria concursal previamente extendida hasta el 14 de marzo de 2021<sup>6</sup>, con el fin de evitar que las empresas que sigan experimentando dificultades financieras transitorias como consecuencia de la pandemia se tengan que someter a un concurso de acreedores y puedan verse abocadas a su liquidación.

En el resto de las grandes economías europeas, los programas de garantías públicas para préstamos a empresas han sido generalizados y han movilizado un volumen elevado de recursos, si bien existen diferencias significativas en cuanto a sus características específicas y a su uso<sup>7</sup>. Entre los principales países del área del euro, Francia, Italia y España habrían otorgado garantías por un

1 Estos avales cubren, en general, hasta el 80 % de las posibles pérdidas en la financiación bancaria concedida a los autónomos y a las pymes, y hasta el 70 % en el caso de las empresas que no cumplen la definición de pyme de la Comisión Europea.

2 Del total avalado, 90,1 mm de euros corresponden a la línea aprobada por el Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, mientras que, mediante la línea aprobada por el Real Decreto-ley 25/2020, de 3 de julio, se avalaron 3,8 mm de euros.

3 Al cierre de este Informe, la segunda línea de avales ICO ha destinado 50 millones de euros para avalar las emisiones de pagarés incorporados al MARF emitidos por empresas que están en fase de convenio, 250 millones para avalar los pagarés emitidos en el MARF por empresas que no pudieron beneficiarse del tramo dispuesto en la primera línea al estar en fase de renovación de su programa de pagarés y 500 millones para reforzar los reavales concedidos por CERSA.

4 Para más detalles, véase Banco de España (2020), «Evolución de la financiación bancaria para actividades productivas en el contexto de la crisis de COVID-19», recuadro 4.3, *Informe Anual 2019*.

5 Para las operaciones formalizadas antes del 18 de noviembre de 2020, el Real Decreto-ley 34/2020 ofreció la posibilidad de solicitar a las entidades financieras la ampliación del plazo de vencimiento por un máximo de tres años en las operaciones avaladas al amparo del Real Decreto-ley 8/2020, y la extensión del período de carencia en un máximo de 12 meses adicionales en aquellas otorgadas en virtud del Real Decreto-ley 8/2020 y del Real Decreto-ley 25/2020, con respecto a los plazos y carencias inicialmente acordados.

6 Real Decreto-ley 34/2020, de 17 de noviembre.

7 Para más detalles sobre las políticas aplicadas en otros países, véase L. Cuadro-Sáez, F. S. López-Vicente, S. Párraga Rodríguez y F. Viani (2020), *Medidas de política fiscal en respuesta a la crisis sanitaria en las principales economías del área del euro, Estados Unidos y Reino Unido*, Documentos Ocasionales, n.º 2019, Banco de España.

### LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS DESPLEGADAS PARA MITIGAR LOS RIESGOS DE LIQUIDEZ DE LAS EMPRESAS Y DE LOS EMPRESARIOS INDIVIDUALES EN ESPAÑA, Y SU COMPARATIVA INTERNACIONAL (cont.)

porcentaje significativo de su PIB a principios de 2021, mientras que Alemania habría recurrido en menor medida a estos programas (véase gráfico 1). En particular, en España los recursos utilizados alcanzaron el 8,4 % del PIB en 2020, 2,4 puntos porcentuales (pp) menos que en Italia, pero 6,5 pp más que en Alemania. No obstante, en todos ellos se evidencia una ralentización en su uso en los últimos meses de 2020 y principios de 2021.

Dentro del ámbito fiscal también se han desplegado varias políticas de apoyo a las rentas, que han contribuido a aliviar la situación financiera de las empresas. En particular, hay que destacar los expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE), que han permitido que las compañías cuya actividad se ha visto afectada por la crisis del COVID-19 puedan suspender contratos de trabajo durante un tiempo determinado, reduciendo así sus costes de personal, pero manteniendo los vínculos con sus trabajadores (véase gráfico 2). En particular, en España los trabajadores acogidos a ERTE, que llegaron a superar los 3,5 millones en abril, suponían en torno a 740.000 a finales de marzo de 2021. Este mecanismo, prorrogado, a fecha de cierre de este Informe, hasta el 31 de mayo de 2021<sup>8</sup>, exonera a su vez a la empresa de una parte de las cuotas a la Seguridad Social en un porcentaje dependiente de su tamaño y situación. Por otra parte, se estableció una prestación extraordinaria

por cese de actividad para los trabajadores autónomos afectados por la crisis sanitaria. En conjunto, todas estas medidas de apoyo a las rentas han supuesto una cuantía equivalente al 2,5 % del PIB en 2020.

Al igual que España, Francia e Italia reforzaron los sistemas de desempleo parcial y temporal. Por otra parte, Alemania flexibilizó el mecanismo existente de compensación por reducción de horas trabajadas, mientras que el Reino Unido y Estados Unidos optaron por incentivar, mediante préstamos o subvenciones, la permanencia de los trabajadores en las plantillas. Asimismo, desde el inicio de la crisis los países de nuestro entorno también recurrieron a aplazamientos de tributos, exenciones impositivas o transferencias directas. En las principales economías del área del euro, muchas de estas actuaciones han sido prorrogadas desde su implementación inicial, dada la persistencia de la pandemia, y seguirán vigentes, al menos, hasta finales de 2021.

Con el objetivo de proteger el tejido empresarial, en España también se introdujeron medidas de apoyo a la liquidez a través del diferimiento de las cuotas de los préstamos, del pago de tributos y de otros gastos. Así, se implementó la posibilidad de solicitar, por parte de las empresas y de los empresarios individuales, una moratoria

Gráfico 1  
USO DE LOS PROGRAMAS DE AVALES PÚBLICOS EN LA UEM  
Datos acumulados desde marzo de 2020

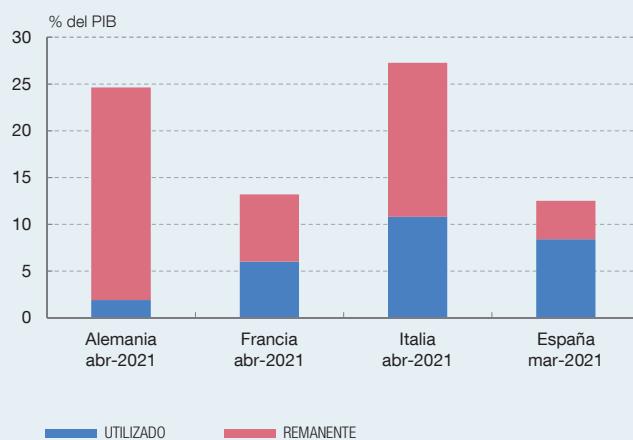
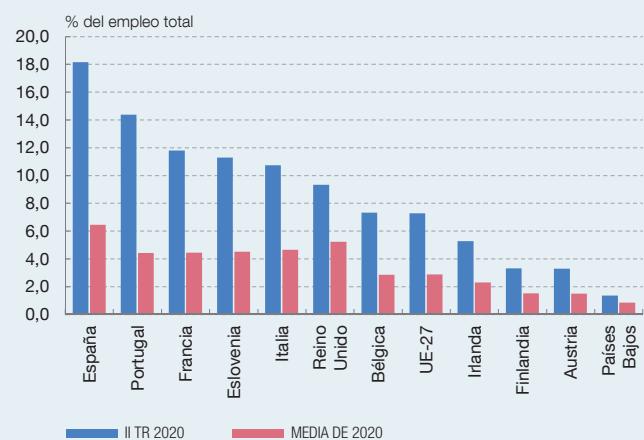


Gráfico 2  
TRABAJADORES EN ERTE DE SUSPENSIÓN



**FUENTES:** Banco de España, Bruegel, Eurostat, Instituto de Crédito Oficial, KfW, Ministère de l'Économie, des Finances et de la Relance, y Sace Simest.

<sup>8</sup> Real Decreto-ley 2/2021, de 26 de enero.

## LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS DESPLEGADAS PARA MITIGAR LOS RIESGOS DE LIQUIDEZ DE LAS EMPRESAS Y DE LOS EMPRESARIOS INDIVIDUALES EN ESPAÑA, Y SU COMPARATIVA INTERNACIONAL (cont.)

o aplazamiento del pago de las cotizaciones a la Seguridad Social, así como de adherirse a moratorias en las deudas hipotecarias y sin garantía hipotecaria en el caso de las personas físicas. Asimismo, se ha establecido una moratoria de préstamos para el sector turístico, aplicable a préstamos hipotecarios de inmuebles que estén afectos a actividades económicas, y para el sector del transporte público de mercancías y discrecional de viajeros en autobús, sobre el pago de préstamos, *leasing* y *renting* de vehículos<sup>9</sup>. Según la información disponible hasta finales de marzo, para estos dos tipos de moratorias referidas al sector turístico y al sector del transporte, el saldo pendiente de amortización de los préstamos suspendidos superaba los 2.495 millones de euros. Además, se han aprobado otras medidas, como la posibilidad de solicitar moratorias en el pago de alquileres o aplazamientos bonificados de impuestos<sup>10</sup>, así como medidas para adaptar a la situación económica excepcional el cálculo de los impuestos que se deben liquidar.

Desde el inicio de la pandemia también se implementaron diversas medidas de apoyo a la industrialización, algunas de las cuales han sido reforzadas posteriormente. En esta línea, en España se ampliaron en marzo de 2021 los plazos para la devolución de los créditos públicos gestionados por la Secretaría General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa, así como la suspensión del pago de intereses y amortizaciones correspondientes a préstamos Emprendetur en el sector turístico. Por otra parte, las empresas internacionales, o en proceso de internacionalización, se vieron favorecidas, entre otros, por la devolución de gastos y la concesión de ayudas por cancelación de actividades de promoción del comercio internacional, y por el refuerzo de la liquidez de las empresas exportadoras a través de la Compañía Española de Seguro de Crédito a la Exportación.

En el ámbito de la política monetaria, el Banco Central Europeo (BCE) adoptó varias medidas dirigidas a fomentar

el crédito al sector privado no financiero, proporcionando financiación a las entidades de crédito en condiciones muy favorables<sup>11</sup>. En particular, introdujo nuevas operaciones de financiación a plazo más largo, mejoró las condiciones de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (especialmente diseñadas para incentivar la concesión de crédito a empresas y a hogares) y relajó su marco de activos de garantía para aumentar los fondos que las entidades de crédito pueden obtener en estas operaciones.

Asimismo, con el fin de relajar las condiciones de financiación en el área del euro y de hacer frente a la incipiente fragmentación financiera entre jurisdicciones, el BCE introdujo el programa de compras de emergencia frente a la pandemia, cuyo volumen máximo de compras alcanza en la actualidad 1,85 billones de euros<sup>12</sup>. Para una mayor efectividad en la consecución de sus objetivos, su diseño permite un elevado grado de flexibilidad en la distribución de las adquisiciones de activos a lo largo del tiempo y entre jurisdicciones.

Por último, las políticas financieras también han contribuido a apoyar el crédito bancario a las empresas. En concreto, se relajaron los requerimientos de capital y de liquidez —tanto macroprudenciales como microprudenciales— de las entidades de crédito europeas. Además, se reformó la regulación europea sobre requerimientos de capital, modificando normas que afectan a las exposiciones soberanas, a los deterioros de valor de las exposiciones que no están en situación de impago, a los factores de apoyo a las pymes y a las deducciones por desarrollo de software, entre otros elementos del cálculo del capital bancario. En general, estas modificaciones regulatorias implican un incremento de las ratios de capital de los bancos, de modo que estos cuentan con mayores colchones para absorber las potenciales pérdidas en sus carteras crediticias y aumentar su capacidad de concesión de nueva financiación.

9 Mediante el Real Decreto-ley 3/2021, de 2 de febrero, se extendió el plazo de solicitud de estas moratorias y se adaptó su duración máxima, así como de las legales y sectoriales aplicables a personas físicas, en consonancia con las directrices publicadas por la Autoridad Bancaria Europea.

10 Mediante el Real Decreto-ley 5/2021, de 12 de marzo, se amplió a cuatro meses el período en el que no se devengarán intereses de demora por los aplazamientos en el pago de tributos, que ya se había establecido en el Real Decreto-ley 35/2020, de 22 de diciembre.

11 Para más detalles sobre las políticas monetarias implementadas, véase P. Aguilar, Ó. Arce, S. Hurtado, J. Martínez-Martín, G. Nuño y C. Thomas (2020), *La respuesta de la política monetaria del Banco Central Europeo frente a la crisis del COVID-19*, Documentos Opcionales, n.º 2026, Banco de España.

12 Para más detalles sobre el impacto de esta medida en las condiciones financieras del área del euro, véase Banco de España (2020), «Análisis del impacto del anuncio del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP)», recuadro 3.3, *Informe Anual 2019*.



# 2

## LOS RETOS ESTRUCTURALES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA TRAS EL COVID-19 Y LAS POLÍTICAS PARA ABORDARLOS



## 1 Introducción

**Las perspectivas de la economía española en el medio y largo plazo están condicionadas no solo por la superación de la crisis sanitaria actual, sino también por una serie de retos estructurales de una elevada trascendencia.** En el capítulo 1 de este Informe se han expuesto las distintas dimensiones del profundo impacto de la pandemia de COVID-19 sobre la economía española y se han planteado diversos factores que pueden condicionar las dinámicas económicas españolas y globales en los próximos trimestres. No obstante, con una perspectiva temporal más amplia, el comportamiento de la economía española en el futuro vendrá determinado fundamentalmente por la manera en la que nuestro país aborde, en los próximos años, una serie de desafíos de carácter estructural y de una gran relevancia para el dinamismo de la actividad.

**Muchos de los retos a los que la economía española deberá hacer frente en los años venideros son anteriores al estallido de la pandemia.** Como se analizó en profundidad en el *Informe Anual 2019* del Banco de España, antes del comienzo de la actual crisis sanitaria la economía española ya se enfrentaba a la necesidad de elevar su potencial de crecimiento, de corregir las disfuncionalidades existentes en varios mercados de bienes y factores —incluido el mercado laboral—, de reforzar la sostenibilidad de las cuentas públicas y de abordar los importantes desafíos vinculados al envejecimiento de la población, la desigualdad y el cambio climático.

**No obstante, la pandemia ha aumentado la envergadura de algunos de estos retos y ha planteado también otros nuevos** (véase epígrafe 2). En particular, la crisis actual ha provocado un profundo deterioro adicional en las cuentas públicas, ha vuelto a poner de relieve algunas de las principales deficiencias de nuestro mercado de trabajo, ha afectado de manera negativa a las ya frágiles perspectivas del sector bancario y, aunque aún es pronto para disponer de una valoración precisa, probablemente tendrá un impacto adverso sobre la capacidad de crecimiento de la economía y sobre los niveles de desigualdad. Al mismo tiempo, la pandemia ha generado nuevos desafíos. Estos son particularmente evidentes en relación con los profundos cambios que la crisis sanitaria ha inducido, durante un breve lapso de tiempo, en los patrones de comportamiento de los hogares y de las empresas. Algunos de estos cambios —por ejemplo, los vinculados a una mayor digitalización de la actividad económica— podrían tener importantes consecuencias estructurales, a las que será necesario adaptarse de forma rápida y eficiente. Asimismo, en las fases iniciales de la pandemia se produjeron ciertas disruptpciones en el comercio internacional, que, aunque aparentemente transitorias, podrían dar lugar a diversas modificaciones de calado en el proceso de globalización de los flujos comerciales.



FUENTE: Banco de España.

**La economía española dispone de tres grandes palancas para afrontar estos desafíos** (véanse epígrafe 3 y esquema 2.1). La magnitud y la complejidad de los retos que condicionarán el devenir de la economía española en el medio y largo plazo exigen que esta acometa una profunda transformación estructural en los próximos años. Para ello, la economía española cuenta, con carácter general, con tres herramientas fundamentales, que están estrechamente interrelacionadas: el diseño y la aprobación de una agenda ambiciosa de reformas estructurales; la definición y la ejecución de un plan de consolidación presupuestaria plurianual, una vez superada la crisis actual, y la implementación de diferentes iniciativas y proyectos de inversión pública vinculados al programa de recuperación europeo *Next Generation EU* (NGEU).

**Es preciso definir e implementar sin demora una estrategia integral de reformas estructurales ambiciosas, que esté sustentada en amplios consensos, de modo que pueda tener una vocación de permanencia** (véase epígrafe 3.1). Dentro de esta estrategia global de crecimiento, destacan algunas líneas de actuación fundamentales. En particular, para aumentar la productividad sería

conveniente desplegar políticas que favorezcan el crecimiento empresarial y estimulen la acumulación de capital humano y tecnológico. Por su parte, las deficiencias estructurales del mercado de trabajo español deben corregirse reduciendo la elevada dualidad entre trabajadores temporales e indefinidos y revisando en profundidad las políticas activas de empleo. Asimismo, las numerosas implicaciones económicas del envejecimiento poblacional deberían abordarse mediante actuaciones decididas en múltiples ámbitos; por ejemplo, promoviendo la prolongación de la vida laboral de los trabajadores de mayor edad y analizando las razones de la baja tasa de fecundidad en España. También es indispensable reforzar la sostenibilidad financiera del sistema público de pensiones, a partir de un debate riguroso en el que se valoren el nivel de prestaciones que debe proveer el sistema y los recursos que se comprometen para financiarlas. Por otra parte, para mitigar los efectos adversos de unos elevados niveles de desigualdad son necesarios el despliegue y la evaluación continua de actuaciones públicas en dimensiones muy diversas, que abarcarían, entre otras, políticas de rentas, reformas regulatorias en el mercado laboral y medidas para fomentar un incremento sostenido de la oferta de vivienda en alquiler. Además, avanzar hacia un modelo de crecimiento más sostenible y mitigar los efectos del cambio climático exigirán una profunda transformación económica y tecnológica. En este contexto, resulta fundamental evaluar rigurosamente las múltiples implicaciones asociadas a cualquier iniciativa de política económica que se adopte en este ámbito y perseguir el mayor grado posible de coordinación internacional.

**Una vez que se asiente la recuperación en curso, es imprescindible acometer un riguroso proceso de saneamiento de las cuentas públicas, que permita reconstruir los márgenes de actuación fiscal y reduzca la vulnerabilidad financiera y macroeconómica derivada de unos niveles de endeudamiento público persistentemente elevados** (véase epígrafe 3.2). Para reforzar la credibilidad de este proceso serían deseables una definición y una comunicación tempranas de sus principales características, la participación activa de todas las AAPP con competencias en el ámbito fiscal y la implementación, con carácter complementario, de un exhaustivo conjunto de reformas estructurales. Además, el proceso de consolidación debe basarse en una revisión integral de todos los capítulos presupuestarios, en la que se evalúe el grado de eficiencia con el que se ejecuta el gasto y se captan los recursos públicos, y se analicen en detalle las distintas implicaciones posibles de cualquier intervención fiscal, tanto en términos de crecimiento económico como en términos redistributivos.

**El programa europeo NGEU supone, por su elevada cuantía y por su enfoque estructural, una oportunidad única para impulsar la transformación de la economía española con una perspectiva de medio y largo plazo, especialmente en los ámbitos digital y medioambiental** (véase epígrafe 3.3). Para maximizar los efectos favorables de este programa, serán precisas una definición adecuada y una implementación decidida del conjunto de reformas planteadas en el Plan de

Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR) aprobado por el Gobierno español el pasado 27 de abril —muchas de ellas, con implicaciones en los ámbitos apuntados anteriormente—, y una selección cuidadosa de los distintos proyectos de gasto que se enmarcan en las diez grandes áreas de actuación establecidas en el plan. En este sentido, tres aspectos son particularmente relevantes. En primer lugar, sería conveniente que la selección de los proyectos descansara sobre un esquema apropiado de procedimientos públicos de contratación y sobre un diseño adecuado de las metodologías para la evaluación de las distintas iniciativas. En segundo lugar, en la medida en que el uso de los fondos del programa NGEU debería resultar en un profundo cambio estructural en la economía, que probablemente exija un proceso de reasignación de recursos entre empresas y sectores, sería necesario asegurar que no existen obstáculos en nuestro marco institucional que dificulten dicho proceso. Esto podría requerir, en particular, facilitar la entrada y la salida de empresas del mercado —así como el crecimiento de las ya establecidas—, rediseñar los incentivos destinados a fomentar la inversión en I+D+i y reformular las políticas activas de empleo, de forma que se pueda facilitar la transición de los trabajadores desde las empresas y ramas de actividad en declive hacia aquellas que muestren un mayor dinamismo. En tercer lugar, a fin de favorecer la implantación de algunas reformas estructurales, sería deseable valorar el empleo de parte de los recursos del programa NGEU para mitigar los costes que dichas reformas —beneficiosas en el medio y largo plazo— pueden acarrear para algunos colectivos en el corto plazo.

## 2 Algunos efectos de la pandemia con posibles implicaciones duraderas

### 2.1 Impacto sobre los hogares

#### 2.1.1 Cambios en los patrones de las actividades diarias de los hogares: movilidad, teletrabajo y hábitos de consumo

**Desde el inicio de la pandemia, las pautas de movilidad de la población española han cambiado en función de las diferentes medidas de restricción decretadas a nivel nacional y regional** (véase esquema 2.2). La información de las búsquedas de Google, según la localización del teléfono móvil que utiliza esta aplicación, muestra un crecimiento abrupto de la permanencia de las personas en su residencia habitual y una menor movilidad hacia sus lugares de trabajo, los comercios de venta minorista o las estaciones de transporte durante el confinamiento domiciliario que tuvo lugar a partir de mediados de marzo de 2020. Posteriormente, la desescalada y el inicio de la nueva normalidad conllevaron un restablecimiento del flujo de movimientos, que alcanzó una recuperación prácticamente completa en los meses de verano. Sin embargo, después del verano los movimientos volvieron a caer, especialmente tras la introducción de diferentes medidas por parte de las distintas autoridades para frenar la segunda ola de la pandemia y del establecimiento del segundo estado de alarma a finales de octubre. Los indicadores subrayan que



FUENTE: Banco de España.

la tercera ola, que tuvo lugar después del período navideño, comportó una caída adicional importante del indicador de movilidad<sup>1</sup>.

**La menor movilidad durante las horas laborables se ha visto favorecida por el incremento del teletrabajo.** Según la Encuesta de Población Activa (EPA), teletrabajar más de la mitad del horario laboral pasó de ser una realidad para el 4,5 % de la población en 2019 a alcanzar el 16 % en el segundo trimestre de 2020. Sin embargo, con la relajación de las medidas de confinamiento más severas, esta

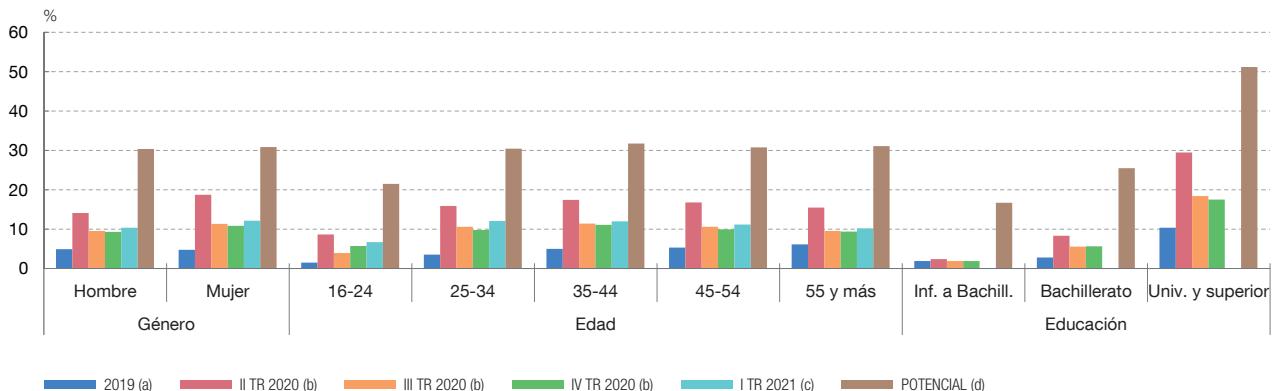
1 Véase Ghirelli et al. (2021), de próxima publicación.

Gráfico 2.1

## EL TELETRABAJO SIGUE AÚN LEJOS DE SU POTENCIAL

La demografía española (con ciudades relativamente pequeñas), el reducido tamaño empresarial, el alto grado de temporalidad y el menor nivel de inversión en activos intangibles son elementos que podrían limitar el crecimiento del teletrabajo en nuestro país. Aunque limitados, estos cambios podrían afectar a la recuperación de la demanda de determinados productos, sobre todo en las grandes ciudades.

PROPORCIÓN DE PERSONAS QUE TELETRABAJAN AL MENOS LA MITAD DE LOS DÍAS, SEGÚN DISTINTAS CARACTERÍSTICAS



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (EPA, microdatos de la submuestra anual de 2019 y módulo de condiciones de vida 2020).

- 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 respuesta son: «Más de la mitad de los días que trabajó», «Ocasionalmente» o «Ningún día». En el gráfico se incluyen las cifras que se refieren a los trabajadores que contestan «Más de la mitad de los días que trabajó».
- b Se utiliza información del módulo de condiciones de trabajo que incorpora una pregunta igual a (a) desde el segundo trimestre de 2020 en la EPA.
- c Datos no públicos por nivel educativo y provistos por el INE bilateramente hasta 2020T4.
- d Se utiliza la metodología de Dingel y Neiman (2020). La aplicación de esa metodología en España puede encontrarse en Anghel *et al.* (2020).



modalidad de trabajo volvió a reducirse, hasta estabilizarse en una cota cercana al 11 % (11,2 % en el primer trimestre de 2021), aún lejos de su nivel potencial, que se ha estimado en algo por encima del 30 % del total de los trabajadores<sup>2</sup>. Por regiones, el crecimiento del teletrabajo entre el primer trimestre de 2021 y la media de 2019 fue generalizado, si bien destacaron los aumentos de Madrid y de Cataluña —16 puntos porcentuales (pp) y 11 pp, respectivamente—, mientras que en el resto de las regiones estos fueron más moderados e inferiores a 5 pp<sup>3</sup>. Por grupos sociodemográficos (véase gráfico 2.1), cabe señalar el incremento del uso de esta modalidad por parte de los trabajadores con formación universitaria. Por otro lado, a principios de 2021 tan solo teletrabajó un 6,7 % de los ocupados más jóvenes, de entre 16 y 24 años.

**En cualquier caso, la demografía española (con ciudades relativamente pequeñas), el reducido tamaño empresarial, el alto grado de temporalidad y el menor nivel de inversión en activos intangibles son elementos que podrían limitar el crecimiento del teletrabajo en nuestro país.** De la Encuesta del Banco de España sobre Actividad Empresarial (EBAE), se desprende que, dentro de un

2 Véase Anghel *et al.* (2020).

3 Véase Anghel y Lacuesta (2021).

mismo sector, el teletrabajo se está utilizando con mayor intensidad en entornos urbanos, en empresas grandes, con pocos trabajadores temporales y con una mayor proporción de inversión en intangibles<sup>4</sup>.

**Aunque limitados, estos cambios en el teletrabajo podrían afectar a la recuperación de la demanda de determinados productos, sobre todo en las grandes ciudades.** A partir de datos de áreas metropolitanas de Estados Unidos, se ha estimado que el teletrabajo podría reducir el gasto en los centros de las ciudades entre un 5 % y un 10%<sup>5</sup>. El recuadro 2.1 muestra, para el caso español, algunos cambios que ya se están registrando en el mercado inmobiliario derivados de estos patrones. En particular, en términos de compra de vivienda residencial, se observa un desplazamiento de una parte de la demanda desde las grandes ciudades hasta municipios menos poblados y con precios más bajos, una tendencia ya observada anteriormente y que la crisis ha acelerado. En el mercado de inmuebles comerciales se aprecia una caída generalizada de la demanda, que es especialmente intensa en el segmento de oficinas y en los centros de las grandes ciudades.

**El hecho de pasar más tiempo en el domicilio ha dinamizado el comercio online, modalidad que seguirá creciendo en el futuro con la mejora de las habilidades digitales de la población.** Según la Encuesta sobre Equipamiento y Uso de Tecnologías de la Información y Comunicación en los Hogares del INE, realizada entre marzo y septiembre de 2020, el 53,8 % de la población de entre 16 y 74 años compró por Internet en los tres últimos meses por motivos particulares, frente al 46,9 % de la encuesta llevada a cabo entre febrero y mayo de 2019. La encuesta también muestra un aumento, aunque más reducido, del número medio de compras en los tres últimos meses (4,9 en 2020, frente a 4,4 en 2019) y del gasto medio estimado por comprador (273,8 euros, con un incremento del 3 % respecto a la encuesta del año anterior). Existen diferencias demográficas importantes en el uso de esta modalidad de compra por edad y nivel educativo (véase gráfico 2.2). En particular, hay una menor intensidad de uso entre los menores de 24 años y, especialmente, entre los mayores de 55, así como entre los colectivos con educación inferior a secundaria. Según una pregunta realizada en la encuesta del INE de 2019, el menor uso relativo de los jóvenes se debió a que no disponían de una tarjeta que les permitiera pagar por Internet, mientras que, para los mayores y los menos formados, fue fruto de la falta de habilidades y del desconocimiento. En 2020, los colectivos que utilizaban en menor medida esta modalidad han sido los que han experimentado un mayor crecimiento, reduciéndose así las diferencias relativas entre grupos poblacionales. Es de esperar que esta dinámica se mantenga en el futuro, dados el cambio generacional y un conocimiento creciente de las nuevas tecnologías.

---

4 Véase Fernández-Cerezo *et al.* (2021).

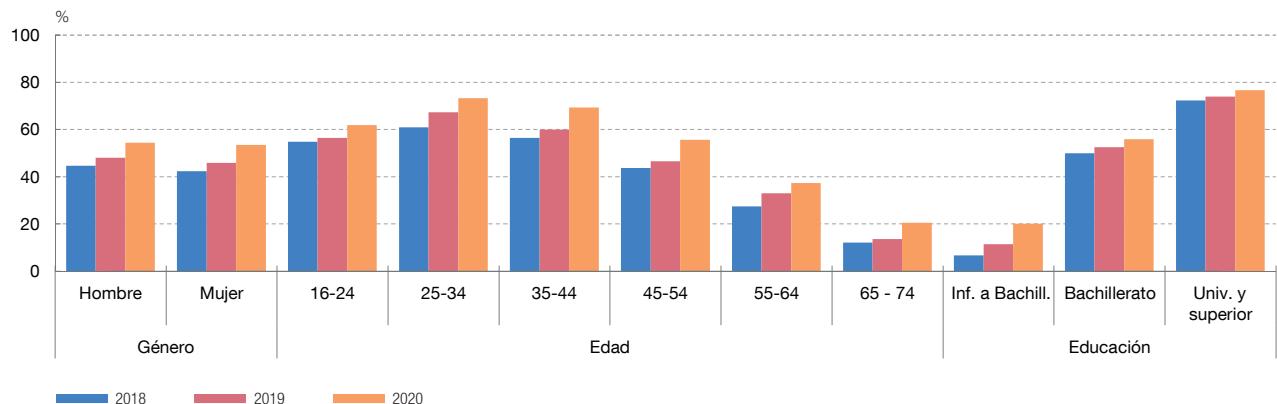
5 Barrero *et al.* (2020).

Gráfico 2.2

## EL COMERCIO ONLINE SEGUIRÁ CRECIENDO EN EL FUTURO, A PARTIR DE UNA MEJORA EN LAS HABILIDADES DIGITALES DE LA POBLACIÓN

El menor uso relativo de los jóvenes se debió a no disponer de una tarjeta que les permitiera pagar por Internet, mientras que, para los mayores y los menos formados, fue fruto de falta de habilidades y de desconocimiento. Cabe esperar que la mayor intensidad del comercio *online* favorezca la competencia entre empresas, reduciendo la demanda de las menos competitivas.

PORCENTAJE DE POBLACIÓN QUE HA REALIZADO UNA COMPRA *ONLINE* EN LOS TRES ÚLTIMOS MESES, SEGÚN CARACTERÍSTICAS SOCIODEMOGRÁFICAS



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (Encuesta sobre Equipamiento y Uso de Tecnologías de la Información y Comunicación en los Hogares, 2018-2020).



**Cabe esperar que la mayor intensidad del comercio *online* favorezca la competencia entre empresas y reduzca la demanda de las menos competitivas.** La EBAE también aporta información sobre qué tipos de establecimientos están ofreciendo ventas *online*. En este caso, la implantación del comercio *online* entre empresas del mismo sector es similar, una vez que se tiene en cuenta su productividad, que, de hecho, es el factor que más contribuye a explicar las diferencias observadas en la intensidad de uso de esta modalidad. En el futuro, esto puede provocar una reasignación de las ventas desde empresas menos competitivas hacia las más competitivas, con el consiguiente beneficio para el consumidor, en términos de un menor precio del producto<sup>6</sup>.

**Más allá de la movilidad en horario laboral, la evolución del consumo eléctrico permite analizar cambios en las salidas con fines de ocio de los hogares y en el patrón de sueño<sup>7</sup>.** Hasta el final del verano (véanse gráficos 2.3.1 y 2.3.2), los hogares

6 Véase [Goldman et al.](#) (2010) para diferentes ejemplos en Estados Unidos de la industria de las agencias de viaje, librerías y concesionarios de coches. Por otro lado, para España, [Lacuesta et al.](#) (2020) presentan evidencia a nivel agregado sobre la evolución de los márgenes y beneficios en relación con la intensidad de uso del comercio *online*, coherente con esta hipótesis.

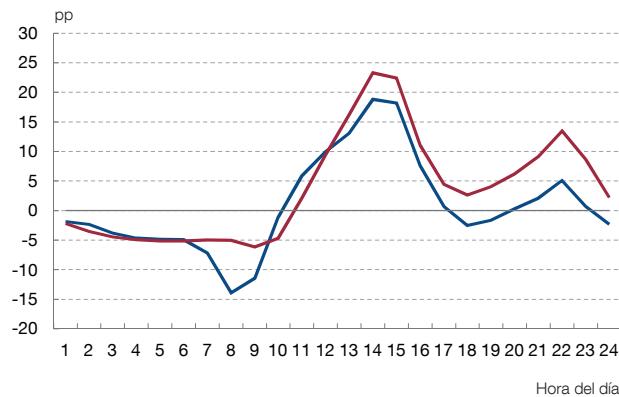
7 Basado en [Bover et al.](#) (2020). El análisis que se realiza a continuación se nutre de información del consumo eléctrico horario de los consumidores acogidos al precio voluntario para el pequeño consumidor que se publica en la página web de REE. A día de hoy, alrededor de un 40 % de los hogares tienen contratada esta tarifa. Sin embargo, uno podría aventurar que el comportamiento de los hogares acogidos a esta tarifa es representativo del conjunto del sector, ya que, de acuerdo con [Fabra et al.](#) (2021), las características de los hogares en ambos grupos son similares y, de acuerdo con [Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia](#) (2019), el 80 % de los consumidores no saben las diferencias entre esta tarifa y una de libre mercado.

Gráfico 2.3

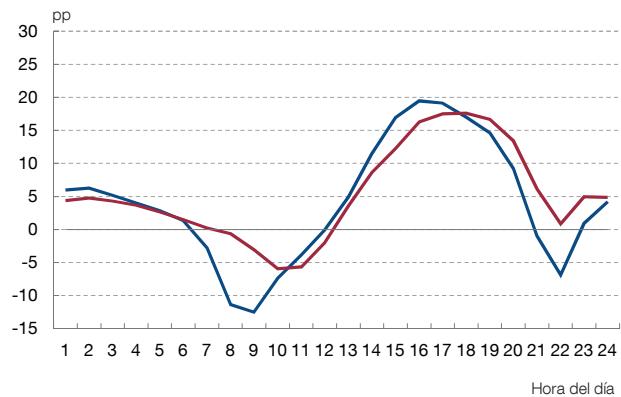
**LA PANDEMIA HA ORIGINADO MENORES SALIDAS CON FINES DE OCIO Y CAMBIOS EN EL PATRÓN DE SUEÑO (a)**

Los picos de consumo eléctrico nocturno a partir de la segunda ola podían deberse a una mayor conciencia de los riesgos de la movilidad. De mantenerse esta pauta en el futuro, podría darse una recuperación más lenta del consumo de servicios de restauración y ocio conforme se vayan retirando las restricciones a estos servicios si, mientras tanto, no existe un grado de inmunidad colectiva amplio.

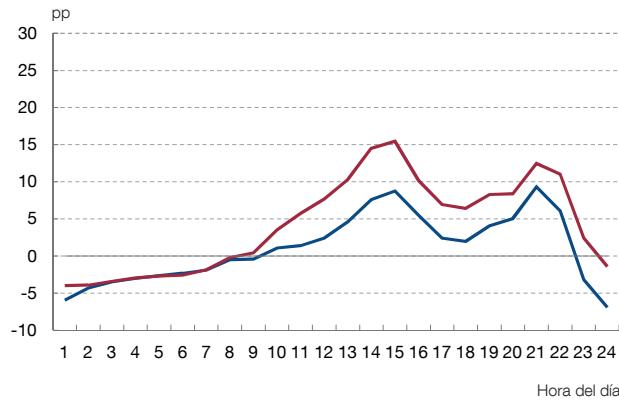
1 DIFERENCIA CON EL CONSUMO ELÉCTRICO HABITUAL DURANTE EL PRIMER ESTADO ALARMA (29 DE MARZO-20 DE JUNIO)



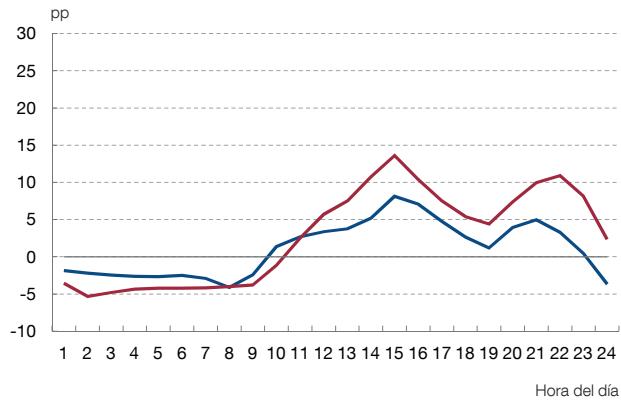
2 DIFERENCIA CON EL CONSUMO ELÉCTRICO HABITUAL DURANTE LA NUEVA NORMALIDAD EN VERANO (21 DE JUNIO-31 DE AGOSTO)



3 DIFERENCIA CON EL CONSUMO ELÉCTRICO HABITUAL DURANTE LA SEGUNDA OLA (1 DE SEPTIEMBRE-20 DE DICIEMBRE)



4 DIFERENCIA CON EL CONSUMO ELÉCTRICO HABITUAL DURANTE LA TERCERA OLA (&gt;11 DE ENERO)



— LABORABLES — DOMINGOS

**FUENTE:** Elaboración propia, a partir de datos de Red Eléctrica Española (REE).

a Detalles de la metodología, en Bover et al. (2020). El primer paso es extrapolar, a partir de los datos de REE de consumidores acogidos al precio voluntario para el pequeño consumidor, el consumo eléctrico de todos los hogares. Posteriormente, se calcula el consumo habitual entre 2015 y 2019 para cada hora de cada día de la semana (lunes, martes...) como el residuo de una regresión del logaritmo del consumo eléctrico sobre variables ficticias de mes, año, día festivo, temperatura y temperatura al cuadrado. Los gráficos revelan la media para cada período y hora de la diferencia de la medida de consumo eléctrico de todos los hogares y su valor habitual teniendo en cuenta el día de la semana.



españoles redujeron su consumo eléctrico entre las 7 y las 9 h, debido, en parte, al cierre de los colegios y a la reducción de los desplazamientos a lugares de trabajo. Sin embargo, con la reapertura de los colegios en septiembre ya no se observó un consumo eléctrico inferior al habitual durante las primeras horas de la mañana (véanse gráficos 2.3.3 y 2.3.4). En verano, el patrón de consumo eléctrico entre las 21 y las 23 h fue muy similar al observado antes de la pandemia, a pesar de los pocos desplazamientos tanto nacionales como internacionales (véase gráfico 2.3.2). Sin embargo, durante la

segunda y la tercera olas de la pandemia, en el citado horario nocturno se observaron picos anormalmente elevados de mayor consumo eléctrico en el domicilio, que denotarían una mayor permanencia en la residencia habitual y, por tanto, un menor número de salidas de ocio en este tramo horario (véanse gráficos 2.3.3 y 2.3.4). Los picos de electricidad nocturnos fueron especialmente acusados a finales de octubre, cuando estaban decretados los cierres de la restauración en algunas comunidades autónomas y tras la imposición del toque de queda a las 23 h a nivel central. Sin embargo, durante septiembre y principios de octubre, período en el que estas restricciones aún no operaban, ya empezaron a detectarse estos picos<sup>8</sup>. Esta voluntariedad podría deberse a una mayor conciencia de los riesgos de la movilidad a partir de la segunda ola, a diferencia de lo ocurrido durante el período estival. De mantenerse esta pauta en el futuro, el consumo de servicios de restauración y de ocio podría recuperarse con mayor lentitud conforme se vayan retirando las restricciones a estos servicios si, para entonces, no existe un grado de inmunidad colectiva amplio<sup>9</sup>.

## 2.1.2 Empleo

**El impacto negativo de la pandemia sobre el empleo está siendo especialmente intenso en el colectivo de trabajadores más vulnerables.** Como se detalla en el epígrafe 3.1 del capítulo primero, al comienzo de la crisis sanitaria se produjo un deterioro muy significativo del mercado de trabajo español, que solo se ha corregido de forma parcial a lo largo de los últimos trimestres. Más allá de la magnitud de este impacto agregado, destaca el hecho de que los colectivos de trabajadores más vulnerables han vuelto a ser, como en episodios recesivos previos, los más afectados en esta crisis. En particular, si se comparan los datos de la EPA del primer trimestre de 2021 con los anteriores al estallido de la pandemia (los correspondientes al cuarto trimestre de 2019), se puede apreciar que la crisis sanitaria ha afectado con mayor intensidad al empleo en aquellas ramas de actividad donde se concentran los trabajadores con menores salarios (véase gráfico 2.4.1). Asimismo, en este período, el deterioro en el mercado laboral ha sido especialmente acusado para los asalariados con contrato temporal —con una caída de la ocupación del 12,9 %, muy superior al descenso del 1,1 % observado en el caso de los asalariados con contrato indefinido— y para aquellos colectivos de trabajadores que presentan una menor intensidad en el empleo, ya sea por trabajar a tiempo parcial o con un contrato fijo-discontinuo —modalidades que han registrado caídas del 10,1 % y del 12,6 %, respectivamente— (véase gráfico 2.4.2). El retroceso del empleo también se ha concentrado en los trabajadores más jóvenes —con un descenso del 20 % en los de edades comprendidas entre 16 y 24 años— y en aquellos con un menor nivel

<sup>8</sup> Véanse Goolsbee y Syverson (2021) y Gupta *et al.* (2020).

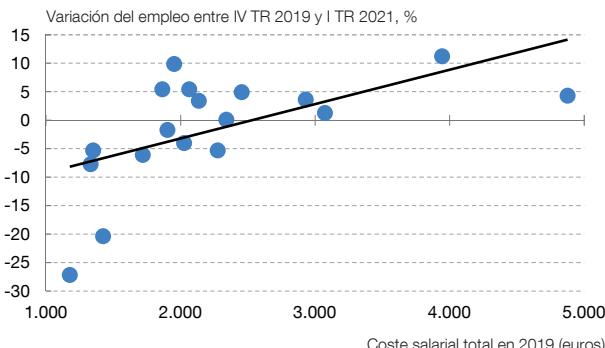
<sup>9</sup> Diferentes artículos sugieren con diferentes estrategias de identificación a partir de variación regional que una parte importante de la reducción de la movilidad se debió a una decisión voluntaria de las personas por prudencia. Véanse Carvalho *et al.* (2020) para España; Baker *et al.* (2020) y Cavallo (2020) para Estados Unidos; Andersen *et al.* (2020) para Dinamarca; Bounie *et al.* (2020) para Francia, y Seiler (2020) para Suiza.

Gráfico 2.4

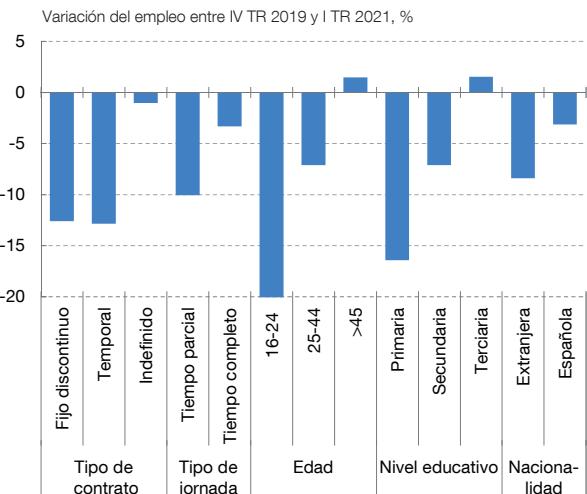
## MAYOR IMPACTO DE LA PANDEMIA SOBRE EL EMPLEO DE LOS COLECTIVOS DE TRABAJADORES MÁS VULNERABLES

Más allá del notable impacto adverso que la pandemia de COVID-19 está teniendo sobre el comportamiento del empleo a nivel agregado, los colectivos de trabajadores más vulnerables están siendo, como en episodios recesivos previos, los más afectados en esta crisis. En particular, el deterioro en el empleo está siendo significativamente mayor en las ramas con salarios más bajos y, por colectivos de trabajadores, para los asalariados temporales, los que tienen un contrato a tiempo parcial, los más jóvenes y aquellos con menor nivel de formación. De mantenerse durante un período prolongado estas dinámicas en el mercado laboral, podrían incidir de forma negativa en la evolución de la desigualdad en nuestro país y en la capacidad de crecimiento potencial de la economía.

1 VARIACIÓN DEL EMPLEO Y NIVEL SALARIAL, POR RAMAS DE ACTIVIDAD



2 IMPACTO DE LA CRISIS, POR COLECTIVOS DE TRABAJADORES



**FUENTES:** Instituto Nacional de Estadística (Encuesta de Población Activa y Encuesta Trimestral de Coste Laboral).



de formación y con nacionalidad extranjera —cuya ocupación ha disminuido un 8,4 % durante el período analizado, frente al descenso del 3,2 % que han sufrido los trabajadores con nacionalidad española—.

**En conjunto, estos colectivos de trabajadores son los que predominan en los sectores que requieren un alto grado de interacción social y cuyas perspectivas de recuperación en el futuro son más inciertas.** En este sentido, cabe reseñar que, si estas dinámicas del mercado laboral se mantuvieran por un período prolongado, podrían tener implicaciones adversas tanto para la evolución de la desigualdad en nuestro país como para la capacidad de crecimiento potencial de la economía, en la medida en que la empleabilidad futura de estos trabajadores más vulnerables podría verse afectada negativamente de forma persistente.

**La pandemia puede acelerar el proceso de automatización de ciertas ocupaciones y la necesidad de reasignación de trabajadores hacia otras tareas.** El hecho de que una mayor intensidad en el uso de nuevas tecnologías haya reducido el riesgo de contagio del virus favorecería este tipo de inversiones. Ello podría acelerar la eliminación gradual de ciertos puestos de trabajo dedicados

principalmente a realizar tareas automatizables<sup>10</sup>. Esta circunstancia se uniría a la menor creación de empleo en tareas rutinarias que ya venía observándose a nivel global en las expansiones de los treinta últimos años<sup>11</sup>. En cualquier caso, el proceso de automatización de ciertas tareas no implica necesariamente una reducción de la tasa de empleo agregada, sino una mayor necesidad de cambiar de tipo de tarea para algunos colectivos de trabajadores. Asimismo, determinadas innovaciones pueden derivar en crecimientos de la productividad elevados o incluso en la creación de nuevas tareas que, en definitiva, aumenten la demanda de empleo<sup>12</sup>.

**Este proceso de reasignación podría ser importante en España, especialmente en ocupaciones que ahora desarrollan sobre todo las mujeres y los colectivos con bajo nivel de formación.** Si bien no es fácil medir ni el riesgo de automatización ni el riesgo de contagio en el trabajo, diferentes estudios señalan a España como uno de los países de la OCDE donde ambos riesgos afectarían a un porcentaje mayor de la población<sup>13</sup>. Si se atiende a las características demográficas de las personas que se verían afectadas en mayor medida por ambos riesgos, parece que este proceso incidiría en especial en aquellas ocupaciones que actualmente desarrollan sobre todo las mujeres y los colectivos con bajo nivel de formación<sup>14</sup>.

### 2.1.3 Educación

**La pandemia ha supuesto un nuevo reto para el capital humano de las nuevas generaciones, cuando su formación aún está lejos de los niveles observados en otros países de nuestro entorno.** El boom inmobiliario de 1995-2007 incrementó los salarios relativos esperados de los jóvenes en trabajos que requerían poca formación y, como consecuencia, muchos miembros de las generaciones nacidas entre 1976 y 1990 abandonaron de forma temprana la educación reglada<sup>15</sup>. A pesar de que la crisis financiera iniciada en 2008 aumentó el período formativo de las generaciones posteriores, el porcentaje de jóvenes españoles de entre 25 y 29 años que no habían terminado ningún nivel posobligatorio en 2019 era del 32 % para hombres y del 23 % para mujeres. Estas cifras se situaban muy lejos del 17 % y del 14 % de la media de los países del área del euro, respectivamente.

**En este contexto, los cierres de centros de enseñanza y de universidades durante el último trimestre escolar de 2020 provocaron que la enseñanza reglada no fuera presencial, sino que se desarrollara en los domicilios, apoyada por medios digitales.** El decreto de estado de alarma del 14 de marzo de 2020 cerró temporalmente

10 Véase Caselli *et al.* (2020).

11 Véase Jaimovich y Siu (2020).

12 Véanse Acemoglu y Restrepo (2018) y Bessen (2020).

13 Véanse Chernoff y Warman (2020) y OCDE (2019).

14 Véanse Chernoff y Warman (2020) y Blanas *et al.* (2020).

15 Véanse Abramitzky y Lavy (2014), Aparicio-Fenoll (2016) y Lacuesta *et al.* (2020).

los colegios y las universidades de España, lo que obligó a los estudiantes a completar el último trimestre académico desde su domicilio. En esta situación, los colegios y las familias tuvieron que adaptarse para poder seguir una educación *online* desde su residencia. El acceso a recursos educativos digitales se incrementó de forma muy notable en el conjunto del país. No obstante, cuando se enlaza esta información con datos de la Agencia Tributaria a nivel municipal, parece que, si bien el incremento de uso de estas herramientas fue generalizado, resultó mayor en los municipios con menor renta per cápita<sup>16</sup>. Esto podría reflejar un esfuerzo de aprendizaje por parte de los colegios de las zonas rurales que facilitó su convergencia con el uso más habitual de estas herramientas en colegios de zonas urbanas.

**Este cambio en el método de enseñanza durante el primer trimestre de 2020 puede haber tenido consecuencias negativas en los resultados académicos a corto plazo, sobre todo en los colectivos más desfavorecidos.** Existe abundante literatura que muestra que la disminución de los días presenciales en la escuela, por cambios legislativos, duración de las vacaciones de verano, fenómenos meteorológicos o huelgas reduce los resultados académicos<sup>17</sup>. Por otro lado, resultaría necesario analizar en qué medida el uso de recursos digitales en el domicilio podría compensar parte de esta pérdida. Hasta el momento, la evidencia de resultados tras la pandemia no es muy alentadora. Por ejemplo, se ha observado que, en Estados Unidos, los alumnos de colegios con mayor cantidad de estudiantes con renta baja habrían acabado el año con caídas del rendimiento escolar del 50 % en el programa digital de matemáticas Zearn<sup>18</sup>. Asimismo, en las escuelas flamencas de Bélgica se comprobó que, en 2020, los alumnos de sexto de primaria habían empeorado significativamente los resultados en matemáticas y en lengua en los exámenes estandarizados que se realizan anualmente en el mes de junio<sup>19</sup>.

**En España, si bien no se dispone todavía de trabajos analíticos en este sentido, parece que la pandemia no ha acelerado, hasta el momento, el abandono temprano del sistema educativo.** Tanto el Gobierno central como las CCAA aprobaron medidas para que el impacto del cambio educativo fuera lo más limitado posible. Concretamente, el Gobierno adaptó los criterios de evaluación, promoción y titulación en los centros educativos, debido a la situación de la pandemia. Asimismo, las CCAA aprobaron diferentes medidas que podrían repercutir en unos mejores resultados para los estudiantes. En particular, se comprometieron a contratar a 38.525 educadores nuevos, lo que aumentaría considerablemente la ratio de profesor por alumno. De cara al curso 2020-2021, estas actuaciones favorecerían la remisión de los efectos negativos de la pandemia, en la medida en que los estudiantes continúen más tiempo en el sistema. Además, la crisis económica ha ayudado a

---

16 Véase [Sanz et al.](#) (2021).

17 En relación con cada uno de estos factores, véanse, por ejemplo, [Pishke](#) (2007), [McEachin y Atteberry](#) (2017), [Goodman](#) (2014) y [Baker](#) (2013), respectivamente.

18 Véase [Chetty et al.](#) (2020).

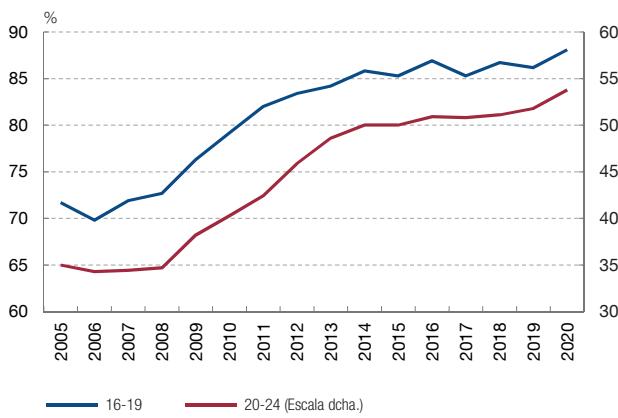
19 Véase [Maldonado y De Witte](#) (2020).

## Gráfico 2.5

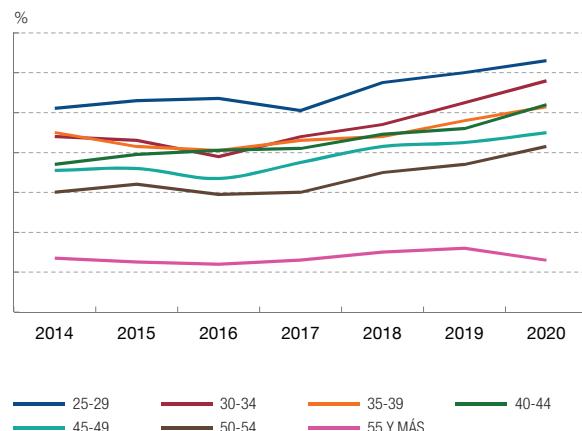
### LA PANDEMIA NO HA ACCELERADO EL ABANDONO TEMPRANO DEL SISTEMA EDUCATIVO

A pesar del cambio en la forma de enseñar, los jóvenes se han mantenido en los centros educativos reglados, al ver reducidas sus oportunidades económicas. El colectivo de mayores de 55 años redujo su participación en formación no reglada, posiblemente por una preferencia por la formación presencial.

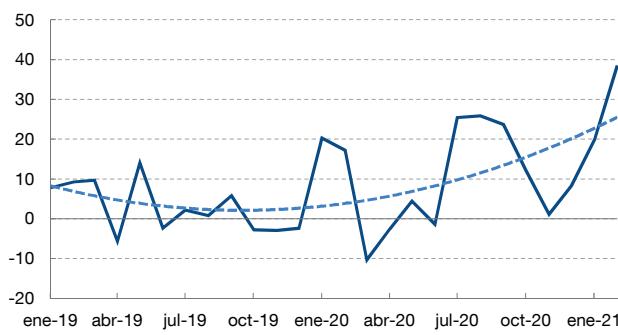
1 PROPORCIÓN DE POBLACIÓN EN CURSOS DE FORMACIÓN REGLADA, POR GRUPOS DE EDAD (a)



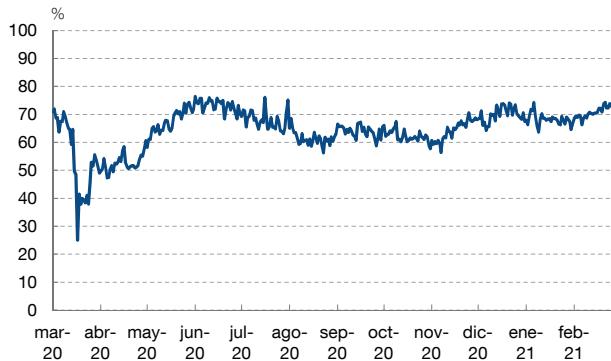
2 PROPORCIÓN DE POBLACIÓN EN CURSOS DE FORMACIÓN NO REGLADA, POR GRUPOS DE EDAD (a)



3 INTERÉS A LO LARGO DEL TIEMPO POR FORMACIÓN PROFESIONAL (b)



4 PROPORCIÓN DE BÚSQUEDAS DIARIAS DE CURSOS PRESENCIALES (c)



**FUENTES:** Instituto Nacional de Estadística (EPA), Google y Observatorio Educaedu.

- a Datos del cuarto trimestre de cada año.
- b Datos semanales, provenientes de Google Trends, sobre el interés de búsqueda en la web de las palabras «Formación Profesional» en España en los cinco últimos años dentro del tema educación y empleo. El interés se define como índice entre 0 y 100, siendo 0 muy pocas búsquedas y 100 el máximo de popularidad en la región y período determinados. El gráfico muestra el resultado de una regresión donde se representa el mayor interés en cada mes con respecto al mismo mes de otros años entre 2016 y 2018.
- c Peticiones de información de cursos según modalidad *online* o presencial en los portales de Educaedu.



mantener a los jóvenes en los centros educativos reglados, al ver reducidas sus oportunidades económicas, como ya ocurrió durante la anterior crisis financiera (véanse gráficos 2.5.1 y 2.5.2). En cualquier caso, se debería analizar si esta mayor permanencia en el sistema educativo es generalizada y si incluye áreas de menor renta per cápita. Asimismo, aún es pronto para saber si este mayor tiempo en las aulas se traducirá en una probabilidad más elevada de obtener titulaciones más altas y en una mejora de las competencias adquiridas.

**Respecto a la formación no reglada, la pandemia no parece haber cambiado la ligera tendencia al alza de este tipo de formación en los mayores de 25 años.** Según los datos de la EPA, todos los colectivos de entre 25 y 55 años incrementaron su participación en cursos de formación no reglada, en línea con la tendencia observada en los últimos años. El único colectivo que redujo su participación en este tipo de educación fue el de mayores de 55 años. En términos de demanda, sin embargo, se observó un cierto repunte del interés por buscar las palabras «formación profesional» en Google, especialmente a partir del verano de 2020. Este interés se acrecentó durante los primeros meses de 2021. Según el Observatorio Educaedu, gran parte de las búsquedas de información de cursos de formación no reglada se refieren a cursos presenciales, aspecto que ha podido provocar un cierto desfase entre la búsqueda de la información y la decisión de realizar el curso, especialmente en el colectivo de más edad. En cualquier caso, más allá de un cambio puntual durante el confinamiento domiciliario, no parece que el deseo de recibir cursos *online* haya aumentado de forma permanente (véanse gráficos 2.5.3 y 2.5.4). Asimismo, hay que tener en cuenta que las transformaciones económicas asociadas a la pandemia podrían haber incrementado las dudas a la hora de seleccionar una materia de formación<sup>20</sup>.

#### 2.1.4 Salud

**La distribución de los efectos de la pandemia en la salud de los individuos depende de su estado de salud de partida.** La pandemia de COVID-19 ha provocado una crisis sanitaria sin precedentes, con consecuencias importantes sobre la salud, un determinante fundamental del bienestar de los individuos. La situación inicial antes de la pandemia es relevante, ya que el riesgo de letalidad o de enfermedad severa asociada al COVID-19 está relacionado con la edad y la presencia de problemas de salud previos<sup>21</sup>.

**La incidencia de problemas de salud en la población de edad avanzada varía mucho entre países europeos.** La comparación del estado de salud de la población europea resulta de interés, especialmente para los rangos de edad con mayor incidencia de problemas de salud. Distintos indicadores muestran que, para la población de edad avanzada, la proporción de individuos con mala salud es mayor en España que en otros países<sup>22</sup>. Por ejemplo, en nuestro país, alrededor de un 33 % de los mayores de 70 años tenía al menos dos problemas crónicos en 2015, y

---

20 Véase [Observatorio Educaedu](#) (2020).

21 Por ejemplo, evidencia para China, Italia, España y otros países [Ma *et al.* (2020), [World Health Organization](#) (2020), [Istituto Superiore di Sanità](#) (2020), Rodríguez-González *et al.* (2021)] muestra que el riesgo de gravedad está asociado con padecer enfermedades crónicas, como hipertensión, enfermedades cardiovasculares o pulmonares, y diabetes, entre otras.

22 [Mackenbach \*et al.\*](#) (2005).

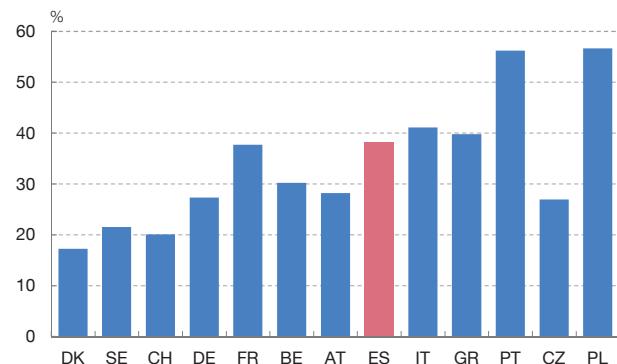
---

## Gráfico 2.6

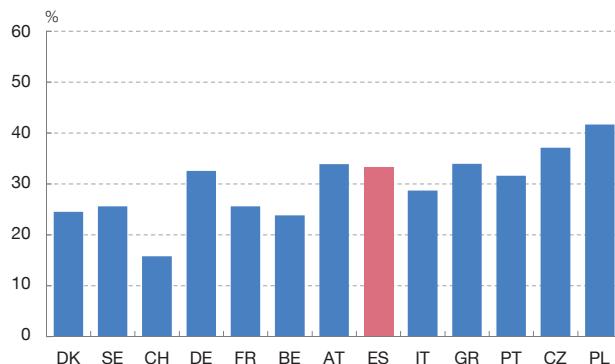
### LA INCIDENCIA DE PROBLEMAS DE SALUD EN LA POBLACIÓN DE EDAD AVANZADA VARÍA MUCHO ENTRE PAÍSES EUROPEOS (a)

Distintos indicadores de salud muestran que, para la población de edad avanzada, la proporción de individuos con mala salud es mayor en España que en otros países europeos. La situación inicial antes de la pandemia es relevante, ya que el riesgo de fatalidad o enfermedad severa asociada al COVID-19 está relacionado con la edad y la presencia de problemas previos de salud.

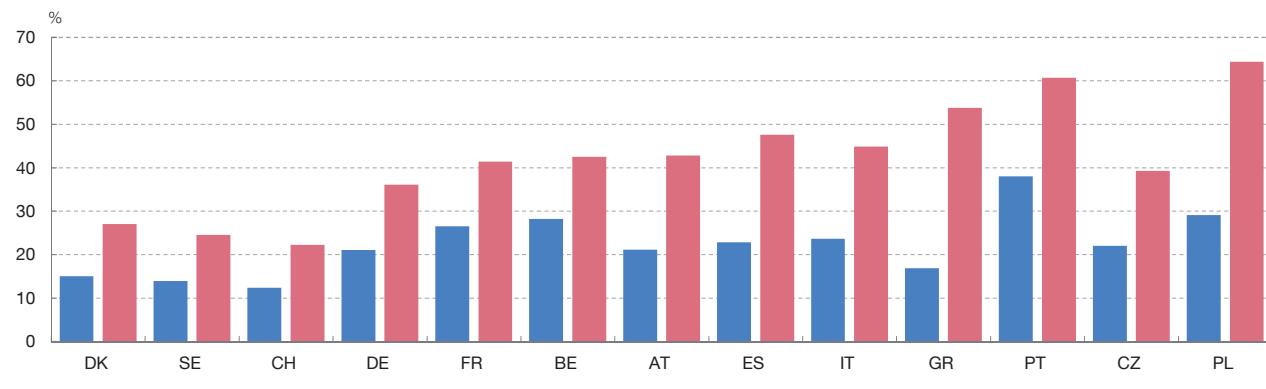
1 SUFRIR DEPRESIÓN



2 AL MENOS DOS PROBLEMAS CRÓNICOS



3 LIMITACIONES FÍSICAS



FUENTE: SHARE ola 6 (2015).

a Población de edad avanzada hace referencia a la de 70 años o más.



uno de cada dos sufría varios problemas de movilidad<sup>23</sup> (véase gráfico 2.6). A modo de referencia, la incidencia de problemas crónicos en España es mayor que la observada en países como Dinamarca, Suecia y Suiza (entre el 15 % y el 25 %) y menor que en países del Este de Europa, como la República Checa y Polonia (un 40 %). Tendencias similares se observan, en general, para los grupos de edad de 70-84 y de 60-70 años.

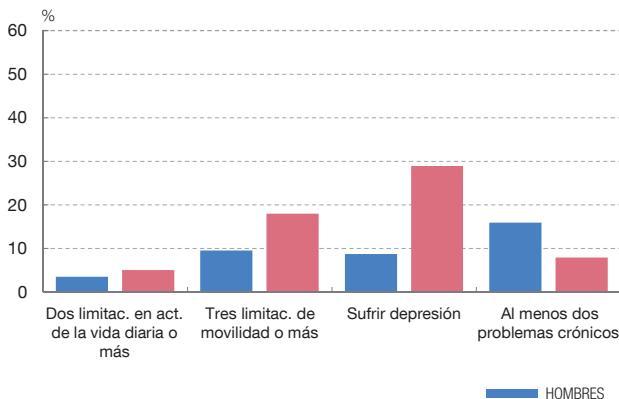
23 Con «problemas crónicos» nos referimos a hipertensión, diabetes, demencia, cáncer y problemas de tipo cardíaco o pulmonar, o cerebrales. En cuanto a la movilidad, nos referimos a tener problemas para caminar 100 metros, estar sentado en una silla durante dos o más horas, levantarse de una silla después de estar sentado un rato largo, subir escaleras, arrodillarse, levantar los brazos o levantar objetos pesados. Véanse Börsch-Supan (2020a) y [aquí](#) una referencia más completa a la encuesta SHARE.

Gráfico 2.7

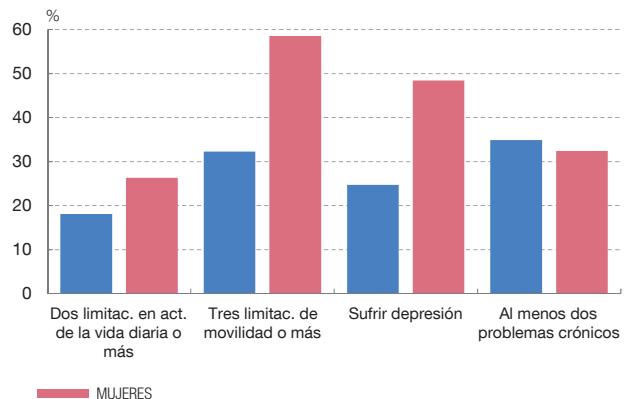
## PORCENTAJE DE INDIVIDUOS DE MÁS DE 50 AÑOS CON PROBLEMAS DE SALUD, POR GÉNERO Y NIVEL EDUCATIVO

Las limitaciones en las actividades básicas de la vida diaria, los problemas de movilidad y la depresión son problemas de salud más prevalentes entre las mujeres que entre los hombres. Asimismo, existe una relación positiva entre el estado de salud y el nivel educativo, que es creciente con la edad.

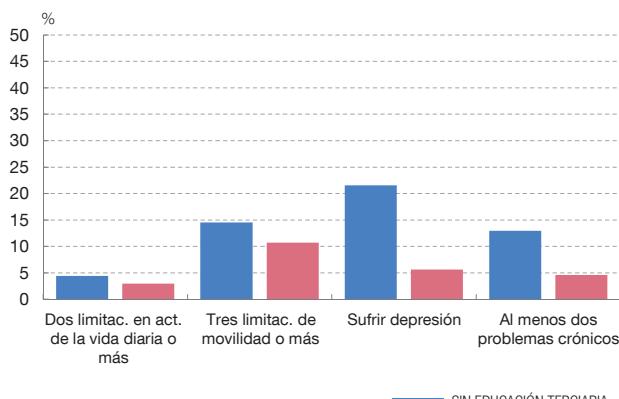
1 ENTRE 50 Y 69 AÑOS



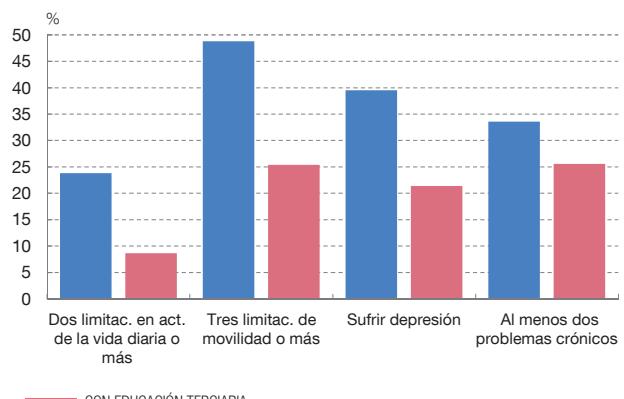
2 DE 70 AÑOS O MÁS



3 ENTRE 50 Y 69 AÑOS



4 DE 70 AÑOS O MÁS



FUENTE: SHARE ola 6 (2015).



**Las limitaciones en las actividades básicas de la vida diaria, las dificultades de movilidad y la depresión son problemas de salud más prevalentes entre las mujeres y entre las personas de menor nivel educativo.** En general, los problemas de salud son más prevalentes entre las mujeres que entre los hombres<sup>24</sup>. Por ejemplo, para la población española de más de 50 años, las mujeres experimentan en una mayor proporción limitaciones con actividades básicas de la vida diaria y, especialmente, problemas de movilidad (véase gráfico 2.7)<sup>25</sup>. Respecto a la depresión, esta aumenta

24 En cambio, los hombres son más propensos a otras enfermedades potencialmente fatales, como los problemas cardíacos, pulmonares o la diabetes. Véanse Lahelma *et al.* (1999) y Avendano *et al.* (2005).

25 El indicador «2+ ADLs» mide si la persona tiene limitaciones para realizar al menos dos actividades de la vida diaria, como vestirse, caminar, ducharse, comer, acostarse o ir al aseo. El indicador «3+ limitaciones movilidad» se refiere a tener al menos tres problemas o limitaciones de movilidad.

con la edad para ambos géneros, pero es sustancialmente mayor en las mujeres en todos los rangos de edad<sup>26</sup>. Además de las diferencias por género, existe una relación positiva entre el nivel de salud de un individuo y su renta o nivel educativo<sup>27</sup>. Así, a cualquier edad, la incidencia de todos los problemas de salud considerados es mayor entre los individuos sin estudios superiores. Además, estas diferencias se acentúan con la edad para la mayoría de las condiciones.

**Los mayores excesos de mortalidad y deterioros del estado de salud durante la pandemia se observan entre las personas de edad más avanzada, que parten en peores condiciones de salud.** Dados los diferentes estados de salud prepandemia de los diversos grupos de población, es esperable que la pandemia haya afectado de manera distinta a los colectivos con peores condiciones de salud previas. Así, los excesos de mortalidad<sup>28</sup> han sido mayores a mayor edad de las personas, especialmente en la primera ola de la pandemia. Asimismo, en España, y según el estudio SHARE-COVID19<sup>29</sup>, en torno al 17 % de los hombres y mujeres mayores de 50 años con mala salud prepandemia declaran que su estado de salud ha empeorado durante la pandemia, siendo esta proporción del 3 % y del 5 % entre quienes partían de una buena salud (hombres y mujeres, respectivamente).

**La incidencia de problemas de salud mental (como la depresión, la ansiedad y el aislamiento) ha aumentado de forma generalizada para todos los grupos de población, en especial entre las mujeres.** Por lo que se refiere a la salud mental, muchos de los fenómenos ocurridos en 2020 —las caídas de renta y de empleo, la pérdida de seres queridos, las dificultades en el acceso a cuidados o a asistencia sanitaria, o las restricciones a los contactos entre personas— suelen ir asociados a problemas como la depresión, el estrés y el aislamiento<sup>30</sup>. Este empeoramiento se ha observado para todos los grupos de población, aunque la incidencia ha sido más elevada entre las mujeres y entre quienes sufrían enfermedades crónicas o psiquiátricas<sup>31</sup>. Además, la duración y la intensidad de dichas circunstancias adversas pueden ocasionar que estos deterioros de la salud mental perduren en el tiempo. Una mayor persistencia de estas circunstancias podría, a su vez, tener consecuencias duraderas sobre otras dimensiones, como la salud física, la mortalidad, la satisfacción o el bienestar emocional, la capacidad para trabajar o estudiar, o la renta de los individuos<sup>32</sup>. Así, para la población mayor

26 Depresión se define como haber obtenido una puntuación por encima de 3 en la escala EURO-D. Esta es una escala que se basa en una lista de 12 preguntas que identifican la presencia de varios problemas en el último mes previo a la entrevista, como depresión, pesimismo, sentimientos suicidas, culpa, problemas de sueño, pérdida de interés, irritabilidad, pérdida de apetito, fatiga, pérdida de concentración, falta de alegría y ganas de llorar.

27 Avendano *et al.* (2005).

28 Los excesos de mortalidad se han calculado como la diferencia entre los fallecimientos en un determinado período de 2020 y los fallecimientos en el mismo período de 2019, usando datos del proyecto EDeS del INE.

29 Véase Börsch-Supan (2020b).

30 Panchal *et al.* (2021).

31 Leung *et al.* (2020).

32 Banks *et al.* (2020), Fergusson *et al.* (2002), Janke *et al.* (2020), Kivimäki *et al.* (2018), Layard (2013), Peng *et al.* (2013), Shankar *et al.* (2011) y Steptoe *et al.* (2013).

de 50 años y en todos los países europeos participantes en el estudio SHARE-COVID-19 considerados, la probabilidad de sufrir ansiedad y depresión en los primeros meses de la pandemia ha sido mayor entre las mujeres, con tasas más altas en países como España, Italia y Portugal. Concretamente, en España un 47 % de las mujeres han sentido ansiedad en el mes anterior a la encuesta y un 38 % la han sentido en mayor medida que antes del COVID-19. Los porcentajes son en torno a 22 pp y 17 pp menores, respectivamente, para los hombres. Los resultados son cualitativamente similares para la depresión y la soledad: un 40 % de las mujeres de más de 50 años se sintieron deprimidas y un 30 % se sintieron solas, mientras que estos porcentajes se reducen casi a la mitad entre los hombres. Además, se ha observado un patrón creciente con la edad en la incidencia de estos tres problemas mentales, especialmente para la soledad.

**La mayoría de los individuos cuyo bienestar emocional disminuyó durante la pandemia declararon como motivo principal «la incertidumbre sobre el futuro».** Cuando se examina la población española en su conjunto, se detectan<sup>33</sup> deterioros sustanciales en el nivel de bienestar emocional respecto al nivel prepandemia para todos los grupos de la población, especialmente entre las mujeres y los individuos de entre 35 y 54 años. Además, el deterioro se ha acentuado con el tiempo (véanse gráficos 2.8.1 y 2.8.2). Entre mayo de 2020 y enero de 2021, el 80 % de los individuos cuyo bienestar emocional disminuyó declararon como motivo principal «la incertidumbre sobre el futuro». Por otro lado, mientras que en mayo de 2020 uno de cada dos entrevistados respondía que «las limitaciones para el contacto con los seres queridos» constituía una razón de su deterioro emocional, en enero de 2021 casi tres de cada cuatro (el 72 %) mencionaban este motivo (véase gráfico 2.8.3). Finalmente, alrededor del 30 % de los entrevistados en enero de 2021 respondieron que la inestabilidad de ingresos o de rentas era el motivo de su empeoramiento emocional, si bien el porcentaje alcanzaba el 40 % entre los trabajadores por cuenta propia o con contrato temporal.

**En algunos países europeos, las restricciones y los retrasos en el acceso a la asistencia sanitaria han sido considerables, lo que puede tener consecuencias a largo plazo en la salud de la población.** Finalmente, las restricciones en el acceso a la asistencia sanitaria han contribuido también al deterioro del estado de salud de la población y pueden provocar consecuencias a largo plazo. En varios de los países europeos para los que se dispone de información, entre un 25 % y un 45 % de las personas mayores de 50 años declaran haber sufrido retrasos en distintos tipos de asistencia sanitaria debido a la crisis del COVID-19 (son los casos de Dinamarca, Francia, Bélgica, España, Italia, Portugal y Polonia) (véase gráfico 2.9). En concreto, en España, del 27% que declara haber visto pospuesto algún tipo de

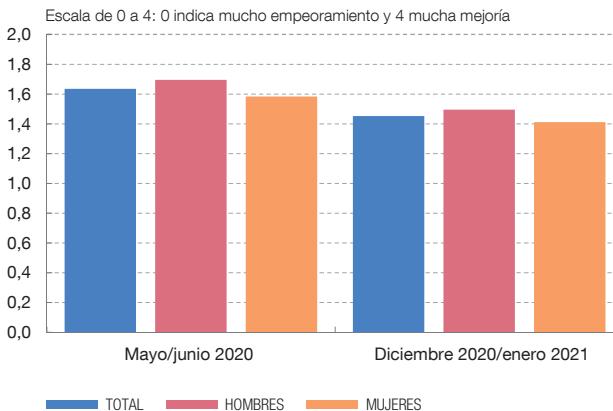
<sup>33</sup> Datos de la encuesta *online* que Martínez-Bravo y Sanz (2021) realizaron en junio de 2020 y en enero de 2021 con una muestra de individuos representativa por sexo y edad, comunidad autónoma y nivel educativo para España. En esta encuesta se recoge información amplia y detallada sobre características demográficas, orientaciones y valores políticos, empleo, renta e incidencia del COVID-19, y posibles consecuencias.

Gráfico 2.8

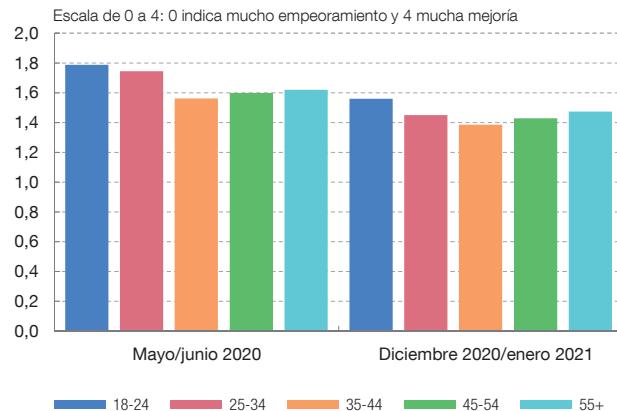
**SE DETECTAN DETERIOROS EN EL NIVEL DE BIENESTAR EMOCIONAL RESPECTO AL NIVEL PREPANDEMIA**

Los deterioros son especialmente sustanciales entre las mujeres y los individuos de entre 35 y 54 años. Además, el deterioro se ha vuelto más acusado en el tiempo. Entre mayo de 2020 y enero de 2021, el 80 % de los individuos cuyo bienestar emocional disminuyó con respecto al nivel prepandemia declararon como motivo principal de este deterioro «la incertidumbre sobre el futuro».

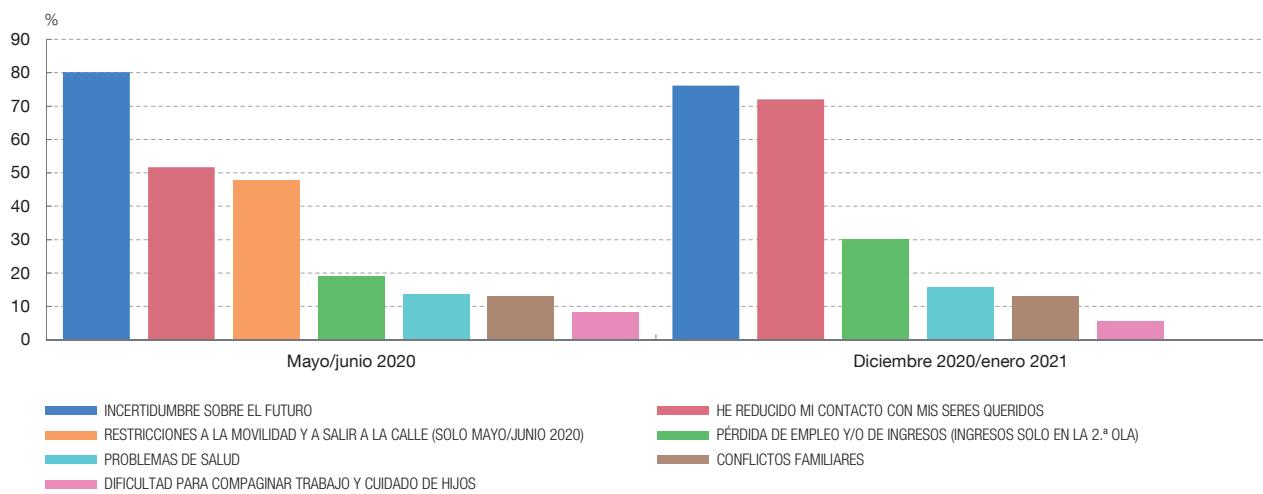
1 POR GÉNERO: «¿CÓMO DIRÍAS QUE HA CAMBIADO TU BIENESTAR EMOCIONAL DESDE EL 14 DE MARZO?»



2 POR GRUPO DE EDAD: «¿CÓMO DIRÍAS QUE HA CAMBIADO TU BIENESTAR EMOCIONAL DESDE EL 14 DE MARZO?»



3 MOTIVO PRINCIPAL DEL DETERIORO EN EL BIENESTAR EMOCIONAL (PARA TODA LA POBLACIÓN)



FUENTE: «Encuesta sobre los efectos económicos y políticos de la COVID-19 en España», Martínez-Bravo y Sanz (2021).



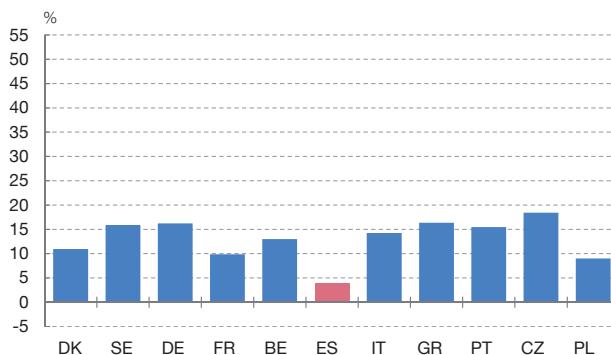
asistencia sanitaria en los primeros meses de la pandemia, un 73 % de los casos mencionan retrasos en visitas a especialistas, siendo este porcentaje del 34 % para las consultas con el médico de atención primaria. Por otro lado, el porcentaje de individuos que han renunciado por voluntad propia a asistencia sanitaria alcanza aproximadamente el 10 % en la mayoría de los países, siendo este valor inferior al 5 % en España. Respecto al cuidado de los mayores, un 24 % de las personas de 70 años o más que recibían cuidados en casa antes de la pandemia declaran que, durante los primeros meses, tuvieron mayores dificultades para recibir la cantidad de cuidados que necesitaban, principalmente porque las personas que les cuidaban no podían acudir a asistirles.

Gráfico 2.9

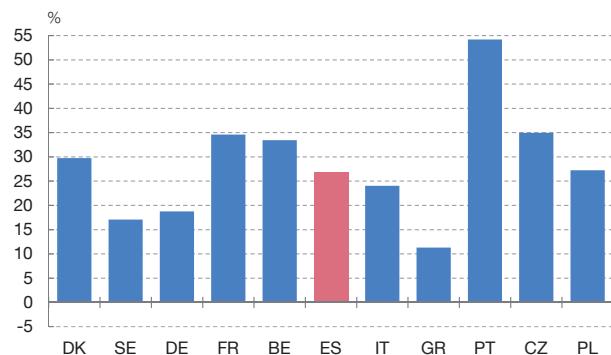
## LAS RESTRICCIONES Y LOS RETRASOS EN EL ACCESO A LA ASISTENCIA SANITARIA PUEDEN TENER CONSECUENCIAS EN LA SALUD A LARGO PLAZO

Porcentajes sustanciales de personas mayores de 50 años declaran en varios países europeos haber sufrido retrasos en distintos tipos de asistencia sanitaria debido a la crisis del COVID-19. Por otro lado, el porcentaje de individuos que han renunciado por voluntad propia a asistencia sanitaria alcanza aproximadamente el 10 % en la mayoría de los países.

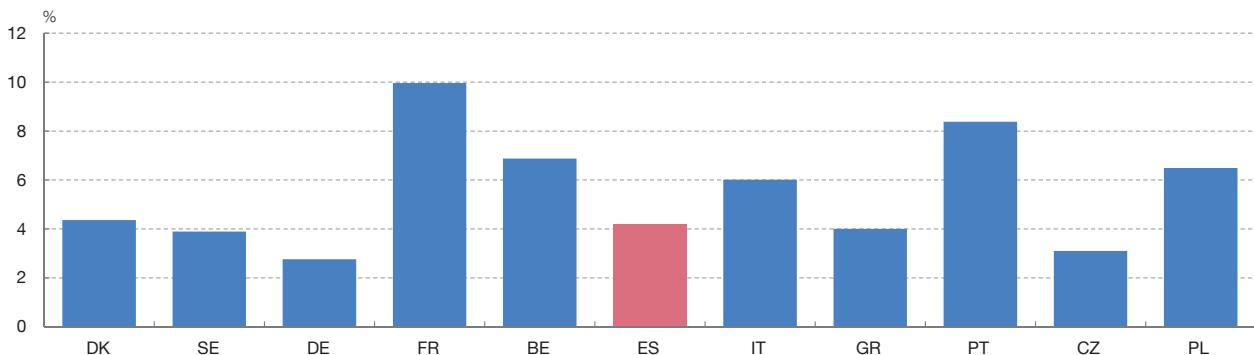
1 RENUNCIARON A TRATAMIENTO MÉDICO



2 ASISTENCIA SANITARIA POSPUESTA



3 PIDIERON ASISTENCIA SANITARIA, PERO LES FUE DENEGADA



FUENTE: SHARE-COVID19.



**A finales de 2020 y principios de 2021, se ha observado una disminución muy significativa en el número de nacimientos.** El efecto a corto plazo de los meses más duros de la pandemia, durante la primavera de 2020, se está reflejando en un fuerte descenso en la tasa interanual de nacimientos de los últimos meses, con caídas del 20 % y del 21,3 % en diciembre de 2020 y enero de 2021, respectivamente, según estimaciones provisionales del INE<sup>34</sup>. Este fenómeno, que también se está observando en otros países de nuestro entorno (–14 % en Francia y –6,4 % en Suecia en enero de 2021, y –21,6 % en Italia en diciembre de 2020<sup>35</sup>), podría estar reflejando el aumento de la incertidumbre generada por la pandemia en distintos ámbitos, incluido el relativo a la asistencia médica durante el embarazo. Posteriormente, se

34 Véase *Estimación mensual de nacimientos*, del INE.

35 Véase *Financial Times*, 10 de marzo de 2021.

ha observado un descenso menor en febrero ( $-7,7\%$ ), lo que podría indicar una cierta recuperación en la tasa de natalidad tras el abrupto descenso de los dos meses previos. En todo caso, resulta prematuro inferir cuáles pueden ser los efectos de la pandemia sobre la tasa de natalidad a más largo plazo, que, en España, presentaba ya de por sí valores bajos en relación con otros países de nuestro entorno.

### 2.1.5 Desigualdad

**La preocupación por el aumento en la desigualdad de la renta en muchos países de la OCDE se ha reflejado recientemente en las prioridades de análisis de distintas autoridades nacionales y organismos internacionales<sup>36</sup>.** Al margen de otras consideraciones sociales relevantes, el nivel de desigualdad puede afectar al crecimiento económico a través de distintas vías. Por un lado, es necesaria una cierta diferenciación salarial entre trabajadores con distintos niveles de productividad para generar incentivos a la inversión en capital humano y, por tanto, al crecimiento económico<sup>37</sup>. Por otro lado, un nivel elevado de desigualdad también puede afectar a la cohesión social e incrementar la conflictividad social, reduciendo tanto la seguridad de determinadas inversiones<sup>38</sup> como los incentivos al trabajo de determinados colectivos<sup>39</sup>.

**Dependiendo de la dimensión de la desigualdad considerada, la posición relativa de España en el contexto internacional varía<sup>40</sup>.** La posición internacional de España en términos de desigualdad monetaria en sus distintas dimensiones se puede resumir en los siguientes aspectos:

- España presenta una dispersión del salario por hora similar a la media de los países de la UE.
- En términos anuales, una vez que se tienen en cuenta las horas y días trabajados, el nivel de desigualdad en ingresos laborales aumenta en España en comparación con otros países, ya que colectivos con salarios menores tienden a trabajar menos horas al día y menos días al año.
- Comparada con los países de nuestro entorno, España presenta un elevado nivel de desigualdad en renta per cápita, asociada a la alta tasa de paro. Por otra parte, el mayor tamaño medio de los hogares y unas tasas elevadas de sustitución de las pensiones públicas tienden a reducir la desigualdad de la renta total.

---

36 Véase, por ejemplo, Banco de España (2019b).

37 Véanse Welch (1999) y Mueller *et al.* (2017).

38 Véanse Grossman (1991) y Dijkstra *et al.* (2020).

39 Véanse Persson y Tabellini (1994) y Alesina y Rodrik (1994).

40 Véase Anghel *et al.* (2018). Ese estudio cubre el período temporal hasta 2014. Actualmente se está extendiendo el período temporal del análisis en el marco de la *IFS Deaton Review of Inequalities*. Véase *About the Review* para una presentación de esta.

- Los impuestos directos reducen la desigualdad de la renta entre hogares, aunque menos que en otros países de la UE.
- A pesar de que el nivel de desigualdad en riqueza es mayor que en renta, el alto grado de tenencia de vivienda en propiedad hace que la desigualdad en riqueza sea menor en España que en los países de nuestro entorno.

**Tras varios años de descenso en la desigualdad de ingresos laborales, gracias al comportamiento favorable del empleo durante la última fase expansiva, la irrupción de la pandemia cambió de nuevo la evolución de los indicadores.** La «Encuesta sobre los efectos económicos y políticos de la COVID-19 en España» ofrece una primera aproximación a estos cambios<sup>41</sup>. El estudio permite calcular ingresos mensuales netos a nivel individual y familiar en tres momentos diferentes de 2020: antes de la pandemia (febrero), en las primeras semanas del estado de alarma (mayo) y a final de año. En relación con los ingresos individuales, se observa que el mayor cambio se produjo en el porcentaje de entrevistados que dejaron de percibir ingresos, ya que los cambios en la distribución de ingresos para quienes han seguido percibiendo son inapreciables (véanse gráficos 2.10.1 y 2.10.2). Respecto a los ingresos familiares, se observa que la ratio entre los ingresos de los hogares en el 10 % superior de la distribución y aquellos en el 10 % inferior (P90/P10) aumentó de forma considerable durante las primeras semanas del estado de alarma, cuando pasó de 5 a 15 veces (véase gráfico 2.10.3). Ese incremento reflejó un ascenso de 2,6 a 6,6 veces en la ratio entre los ingresos del hogar mediano y los del 10 % de los hogares con ingresos más bajos (véanse gráficos 2.10.3 y 2.10.4). A final de año, la desigualdad en ingresos familiares se redujo respecto al nivel alcanzado en mayo (de 15 a 8,3 veces), pero se mantuvo por encima del registro previo a la pandemia.

**Una dimensión relevante adicional a la evolución de la desigualdad en el nivel de ingresos laborales es la relativa a la desigualdad en la incertidumbre respecto a los ingresos futuros.** Esta dimensión de la desigualdad monetaria es interesante porque el bienestar de un flujo de renta seguro normalmente es mayor que el de un flujo de renta incierto, aunque sea similar en términos esperados. Así, un aumento de la desigualdad en la incertidumbre de los ingresos puede generar por sí mismo pérdidas asimétricas de bienestar entre los distintos individuos. Además, esta circunstancia puede mitigar o exacerbar la desigualdad de los ingresos según sea su nivel por segmentos de la renta. Por otro lado, también es relevante saber cómo la desigualdad en la incertidumbre varía a lo largo del ciclo económico. La estrecha relación entre la evolución del empleo y la de la desigualdad

---

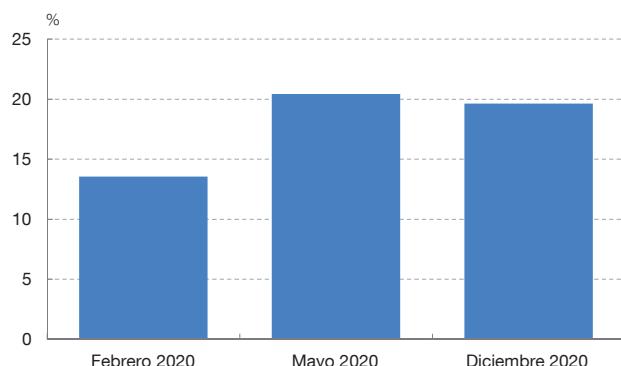
41 Véase Martínez-Bravo y Sanz (2021). El estudio recoge información en intervalos de los ingresos mensuales netos medios del individuo y de su hogar en 2019, del cambio en dichos ingresos durante las primeras semanas del estado de alarma (entre el 15 de marzo y el 31 de mayo de 2020) y del cambio en ingresos entre antes de la pandemia y la actualidad (diciembre de 2020 o enero de 2021, respecto a febrero de 2020). Las preguntas se refieren a todo tipo de ingresos, no solo salariales.

Gráfico 2.10

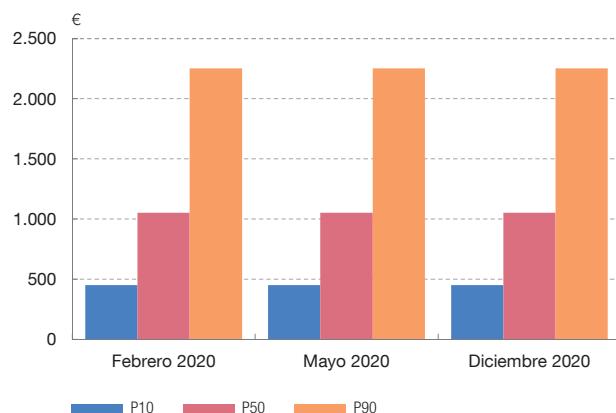
## LA PANDEMIA PARECE HABER AUMENTADO EL NIVEL DE DESIGUALDAD DE INGRESOS LABORALES

El mayor cambio se produjo en el porcentaje de entrevistados que dejaron de percibir ingresos, ya que los cambios en la distribución de ingresos individuales para quienes han seguido percibiendo son inapreciables. La ratio entre los ingresos de los hogares en el 10 % superior de la distribución y los de los hogares en el 10 % inferior (ratio P90:P10) aumentó durante las primeras semanas del estado de alarma. En diciembre de 2020 se redujo respecto a mayo, pero se mantuvo por encima del período prepandemia.

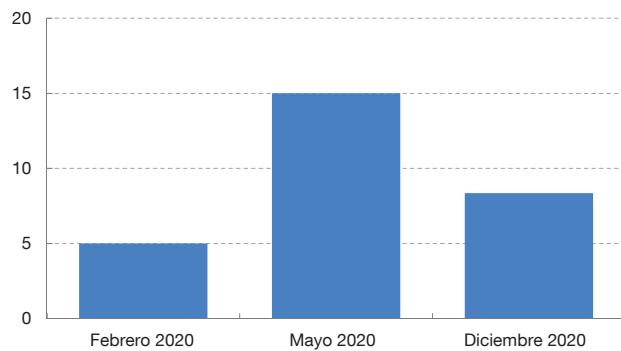
1 PROPORCIÓN DE INDIVIDUOS SIN INGRESOS INDIVIDUALES



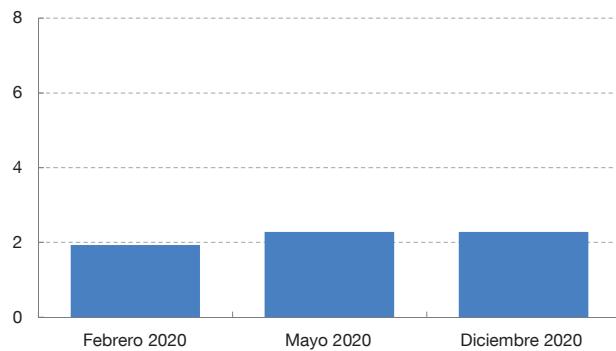
2 P10, P50 Y P90 DE INGRESOS INDIVIDUALES &gt; 0



3 RATIO P90/P10 DE LOS INGRESOS FAMILIARES



4 RATIO P90/P50 DE LOS INGRESOS FAMILIARES



FUENTE: «Encuesta sobre los efectos económicos y políticos de la COVID-19 en España», Martínez-Bravo y Sanz (2021).



en el nivel de ingresos laborales es un fenómeno bien conocido<sup>42</sup>, pero no así su relación con la desigualdad en la seguridad de los ingresos.

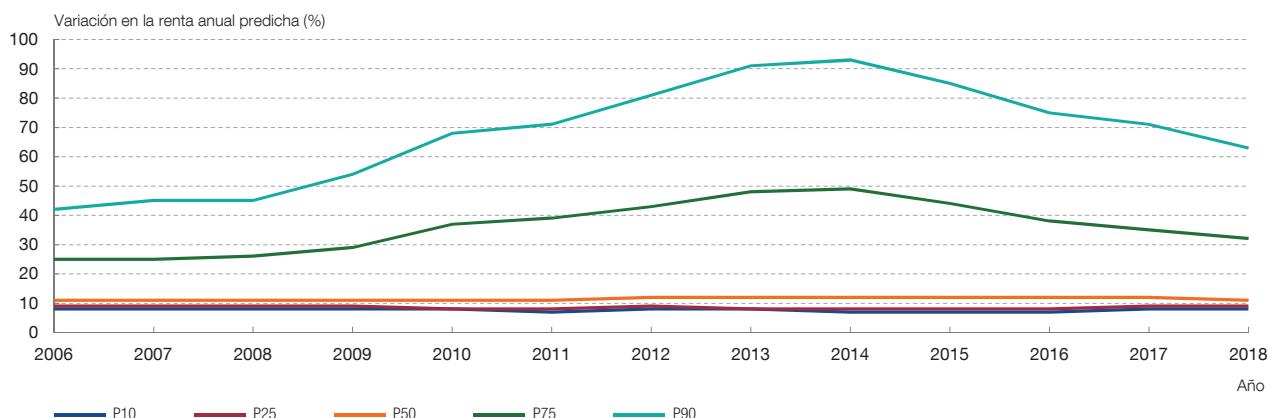
**En España, la desigualdad en la incertidumbre de los ingresos tiene un efecto amplificador de la desigualdad de la renta, se exacerba en las recesiones y afecta de forma más acusada a los jóvenes.** En concreto, con datos del período 2005-2018, se estima que menos de la mitad de los individuos de entre 25 y 54 años tienen un grado muy elevado de previsibilidad de sus ingresos futuros en el horizonte

42 Véase Bonhomme y Hospido (2016).

Gráfico 2.11

**LA INCERTIDUMBRE EN LA RENTA PODRÍA HABERSE INCREMENTADO DE FORMA CONSIDERABLE TRAS LA PANDEMIA (a)**

Se estima que menos de la mitad de los individuos de entre 25 y 54 años en el período 2005-2018 tenían una previsibilidad casi perfecta de sus ingresos para el año siguiente. Para quienes no la tienen, la imprevisibilidad se acentúa durante las recesiones. Por colectivos, los más jóvenes (menores de 35 años), los trabajadores con contratos temporales y los individuos con ingresos en el cuartil inferior presentarían niveles más altos de incertidumbre.



FUENTE: Arellano *et al.* (2021).

a El gráfico muestra la variación en el tiempo de percentiles de la distribución de los coeficientes de variación (CV). Lo que mide el CV sería lo siguiente: un individuo con una renta esperada de 50.000 euros y un CV del 10% esperaría una desviación respecto a su renta media el año siguiente de  $\pm 5.000$  euros, mientras que un CV del 50 % implicaría una desviación esperada respecto a su renta media el año siguiente de  $\pm 25.000$  euros.



de un año, frente al resto, que se enfrenta a una incertidumbre considerable<sup>43</sup>. Por nivel de renta, la incertidumbre es mayor para las rentas más bajas. Además, para aquellas personas con elevada incertidumbre, esta imprevisibilidad se acentúa durante las recesiones, mientras que para quienes la incertidumbre es poco relevante apenas se producen cambios. Como resultado, la desigualdad en la incertidumbre sobre la renta futura presenta un patrón contracíclico (véase gráfico 2.11), de modo que aumenta en las recesiones y disminuye en los períodos expansivos. Por colectivos, el estallido de la crisis sanitaria habría supuesto un aumento de la incertidumbre sobre la renta futura especialmente para los más jóvenes (menores de 35 años), los trabajadores con contratos temporales y las personas con ingresos en el cuartil inferior de la distribución.

## 2.2 El impacto sobre el crecimiento potencial de la economía

**La evaluación de los efectos de la crisis sobre el producto potencial presenta dificultades notables, que afectan no solo a su cuantificación, sino incluso a su signo.** Los problemas habituales para la medición del producto potencial, derivados de su condición de variable no observable, se exacerbaban en una situación de incertidumbre tan elevada como la actual. Por otro lado, en el medio y largo plazo

43 Arellano *et al.* (2021).

solo es posible anticipar de forma muy imperfecta los numerosos canales por los que puede verse afectado el producto potencial ante una crisis como la que atravesamos.

**La literatura económica ha tratado de distinguir en qué medida los efectos de largo plazo de una perturbación dependen de su naturaleza, pero la evidencia no es concluyente.** En concreto, una parte de la literatura afirma que el impacto sobre el producto potencial es más pronunciado cuando la crisis tiene una naturaleza endógena, como respuesta a la acumulación de desequilibrios u otros factores de vulnerabilidad previos, especialmente si su origen es financiero<sup>44</sup>. No obstante, tras las perturbaciones exógenas de las dos subidas de los precios del petróleo de los años setenta del siglo pasado, el impacto sobre las tasas de crecimiento del PIB fue asimismo muy persistente<sup>45</sup>. En el caso concreto en que el origen exógeno de una perturbación es una pandemia, la evidencia histórica tiende a apoyar que los efectos tienen un carácter fundamentalmente transitorio<sup>46</sup>. No obstante, en eventos extremos de esta naturaleza la persistencia ha sido también elevada<sup>47</sup>.

**En último término, la magnitud y la persistencia de los efectos sobre el producto potencial dependerán crucialmente de la duración de la perturbación.** Históricamente, recesiones prolongadas e intensas han acabado afectando negativamente al componente tendencial de la evolución de la actividad, dando lugar a lo que se conoce como fenómenos de histéresis<sup>48</sup>. Una parte importante de estos efectos discurren a través del mercado de trabajo, en la medida en que la duración de un episodio de desempleo tiende a realimentarse a sí misma. Un posible canal por el que se produce este efecto es la pérdida de capital humano del trabajador a medida que se va alargando la duración del período en el paro, lo que dificulta cada vez más la aparición de oportunidades de empleo<sup>49</sup>. Además, la permanencia en el desempleo puede inducir un efecto desánimo, que reduzca la intensidad de la búsqueda de un nuevo puesto de trabajo. De este modo, tasas de paro de larga duración elevadas durante un período prolongado pueden conllevar efectos adversos sobre el crecimiento potencial. De forma análoga, cuanto mayor sea la duración de una crisis, mayor será el impacto sobre la productividad total de los factores y, por tanto, sobre el crecimiento potencial, que se deriva de la reducción del gasto en I + D típicamente asociada a las recesiones<sup>50</sup>.

---

44 Martín-Fuentes y Moder (2020) encuentran que la principal fuente de los efectos adversos sobre el crecimiento potencial de las crisis financieras viene dada por los efectos persistentes sobre el stock de capital, mientras que los impactos sobre el factor trabajo y sobre la productividad total de los factores, aunque también relevantes, presentan un mayor grado de transitoriedad.

45 Véanse Bodnár *et al.* (2020) y Blinder y Rudd (2013).

46 En esta dirección apunta la evidencia encontrada en Bodnár *et al.* (2020) y en Barro *et al.* (2020).

47 Jordà *et al.* (2020) analizan 15 grandes pandemias desde la Edad Media e identifican consecuencias severas de carácter duradero.

48 Véase Cerra *et al.* (2020).

49 Blanchard y Summers (1986) es la contribución inicial a esta literatura. Fatás y Summers (2017) proporcionan evidencia para episodios de consolidación presupuestaria que se prolongan en el tiempo.

50 Véase Anzoategui *et al.* (2019).

**La naturaleza de los empleos perdidos con la crisis sugiere que esta podría tener un efecto adverso sobre la contribución del factor trabajo al producto potencial a través de un aumento del desempleo estructural.** Las peculiares características de esta crisis pueden inducir efectos específicos sobre la acumulación de ambos factores productivos —trabajo y capital— en el largo plazo. En el caso del factor trabajo, su contribución al crecimiento potencial más allá de la finalización de la crisis sanitaria se verá influenciada por las características de los individuos que han perdido su empleo y por la posibilidad de que la pandemia provoque cambios permanentes en la demanda relativa de los distintos bienes y servicios, que, a su vez, requieran una transformación de la estructura productiva. En particular, si la crisis condujera a una reducción permanente de la demanda dirigida a los sectores más afectados hasta ahora, la reasignación de trabajadores hacia otras actividades puede ser compleja, porque el nivel de cualificación de quienes han perdido su puesto de trabajo es relativamente bajo, por lo que también lo puede ser su empleabilidad. En esta misma dirección apunta el hecho de que el COVID-19 esté impulsando los procesos de digitalización y automatización de tareas, lo que requiere puestos de trabajo de mayor nivel de cualificación y, por tanto, constituye una fuente adicional de posible desajuste entre las capacidades de los trabajadores y las demandadas por los empleadores. Ello reafirma la conveniencia de que los elementos de protección de rentas y de salvaguarda de puestos de trabajo de los ERTE sean reforzados con políticas activas que amplíen las habilidades de los trabajadores afectados.

**La crisis puede afectar por otros canales adicionales a la contribución del factor trabajo al producto potencial.** La mano de obra inmigrante tiene un peso relativamente más elevado en los servicios más afectados por las medidas de contención que en el conjunto de la economía. En consecuencia, una eventual disminución permanente de la demanda de esos servicios tendería a incidir negativamente en los flujos de inmigrantes y, por tanto, a moderar el crecimiento de la población en edad de trabajar<sup>51</sup>. Por otro lado, por grupos de edad, la pérdida de empleo ha recaído, sobre todo, en los trabajadores más jóvenes. Dado que es relativamente improbable que estos abandonen el mercado de trabajo, esa composición por edades de la destrucción de empleo es menos dañina para la oferta laboral que en el caso de que el colectivo afectado hubiera sido el de mayor edad, para el que la probabilidad de salida del mercado laboral es más elevada.

**Cabe esperar que los efectos idiosincrásicos de la pandemia sobre el stock de capital a largo plazo sean predominantemente negativos, si bien algunas políticas públicas contribuirán a preservar y a modernizar el capital productivo de la economía española.** En primer lugar, como se analiza de forma detallada en el capítulo 3 de este Informe, la crisis ha tenido un efecto severo

---

<sup>51</sup> Obviamente, el signo de los flujos dependería también de la evolución de la situación económica en los países de origen.

sobre la liquidez de una proporción elevada de empresas, que ha sido particularmente acusado en las que operan en los sectores más afectados. Aunque las necesidades de liquidez se han visto aliviadas, en parte, por las medidas públicas adoptadas, esas empresas emergirán de la crisis con un nivel de endeudamiento notablemente más elevado que antes de la pandemia, lo que mermará su capacidad de inversión durante un tiempo (y, en algunos casos, podría hasta comprometer su viabilidad)<sup>52, 53</sup>. Además, el cese de la actividad de algunas ramas como consecuencia de las medidas de contención habría contribuido a extender la vida útil de determinados activos productivos, lo que reduciría las necesidades de inversión futura<sup>54</sup>. En sentido contrario, las medidas públicas para apoyar la supervivencia de las empresas están ayudando a preservar el stock de capital ya existente. Por último, como se analiza más adelante, el programa NGEU contribuirá a la ampliación del stock de capital físico, como resultado del aumento de la inversión pública y del efecto de arrastre de esta sobre la inversión de las sociedades no financieras.

**Las vías por las que la crisis puede afectar a la productividad total de los factores son numerosas, si bien su efecto neto es incierto.** Un canal relevante discurre a través de la demografía empresarial. La crisis ha venido acompañada, desde su inicio, de cambios significativos en las pautas de creación y destrucción de empresas. La evidencia procedente de distintas fuentes señala que, desde el inicio de la pandemia, se ha producido un descenso notable del número de empresas en nuestro país, y que este vendría asociado a una disminución simultánea de los flujos de creación y de destrucción de aquellas. Estos rasgos han revestido una mayor intensidad en los sectores perjudicados de forma más directa por las medidas de contención de la pandemia<sup>55</sup>. La reducción de los flujos de salida de empresas —desarrollo *a priori* opuesto al que cabría esperar en una recesión— reflejaría el impacto, por un lado, de la batería de medidas desplegadas por las autoridades para paliar los efectos de la crisis sobre los flujos de liquidez de las empresas y, por otro, de las moratorias de procedimientos concursales relativas a la exención del deber del deudor de solicitar la declaración de concurso y a la no admisión de las solicitudes presentadas por los acreedores.

**En el futuro, es crucial que las políticas públicas favorezcan un equilibrio adecuado entre asegurar la supervivencia de las empresas con problemas de solvencia, pero viables, y facilitar la salida eficiente del mercado de las**

---

52 Véanse el capítulo 3 de este Informe y Blanco *et al.* (2020).

53 Para abordar este problema, el [Real Decreto-ley 5/2021](#), de 12 de marzo, de medidas extraordinarias de apoyo a la solvencia empresarial en respuesta a la pandemia de COVID-19, crea un fondo de recapitalización de empresas afectadas por la pandemia dotado con mil millones de euros, una línea de ayudas directas a empresas y a trabajadores autónomos para reducir el endeudamiento contraído a partir de marzo de 2020 con una dotación total de 7 mm de euros, y otra línea para la reestructuración de deuda financiera con aval del Estado por parte de estos colectivos, de 3 mm de euros.

54 Véase [Bodnár \*et al.\*](#) (2020).

55 Véase [Izquierdo](#) (2021b).

**empresas no viables.** Un nivel ineficientemente alto de liquidaciones empresariales dañaría las posibilidades de crecimiento de la economía a medio y largo plazo. Y, si bien algunos de los factores productivos liberados podrían ser utilizados en otras empresas o en otros sectores, cabe esperar que las consecuencias sobre la productividad de la economía sean negativas, especialmente en el corto y medio plazo, debido a la desaparición de emparejamientos de alto valor específico entre trabajador y empresa, la pérdida de relaciones entre clientes y proveedores, y el deterioro del valor de los activos intangibles en el proceso de liquidación<sup>56</sup>. Por el contrario, las políticas públicas no deberían entorpecer la liquidación de las empresas no viables pertenecientes a sectores que afronten una disminución permanente de su demanda, especialmente si la reasignación subsiguiente de la actividad se desplaza desde empresas con bajos niveles de productividad en favor de otras más eficientes. La reasignación de recursos hacia empresas más productivas tendría efectos positivos sobre la productividad agregada, por un efecto composición similar al observado a raíz de la crisis financiera<sup>57</sup>. En este contexto, un prerequisito para favorecer el dinamismo en la creación de empresas tras la pandemia, particularmente en referencia a las más innovadoras, es el mantenimiento de condiciones financieras favorables<sup>58</sup>.

**La pandemia habría acelerado el proceso de adopción de nuevas tecnologías.** Las medidas de contención han acelerado transformaciones que ya se estaban observando con anterioridad en las formas de organizar el trabajo o en los canales de distribución de los productos. Una vez que las empresas han incurrido en los costes fijos de adoptar tales cambios, cabría esperar que, al menos en parte, se mantengan en el futuro, lo que debería traducirse en aumentos de la productividad en el medio plazo. Así lo reflejan las dos oleadas de la EBAE realizadas hasta la fecha, de las que se desprende que las actuaciones que una mayor proporción de empresas españolas declaran tener intención de intensificar en el futuro son la inversión en nuevas tecnologías, la adaptación al comercio electrónico y el recurso al teletrabajo<sup>59</sup>. Por consiguiente, esta evidencia parece apoyar la existencia de un eventual efecto positivo sobre la productividad intraempresa, frente a la mayor

---

56 Véase [Di Mauro y Syverson \(2020\)](#).

57 Véase [Banco de España \(2015\)](#). Además, [Bloom et al. \(2021\)](#) estiman, a partir de los datos de la encuesta a empresas del Reino Unido denominada *Decision Maker Panel*, que la reasignación de recursos desde empresas de sectores de baja productividad y, en particular, desde las empresas menos productivas de esos sectores a los sectores de productividad más elevada dará lugar a un aumento de la productividad total de los factores de la economía de un 1 %.

58 Véase [Albert et al. \(2020\)](#), quienes además encuentran que la elevada reducción en las entradas de nuevas empresas innovadoras como consecuencia de un empeoramiento modesto de las condiciones financieras puede tener consecuencias muy severas en términos de empleo a largo plazo. Esta evidencia sugiere la importancia de desarrollar políticas específicas orientadas a favorecer la creación de nuevas empresas y a apoyarlas mientras son jóvenes. [Benedetti-Fasil et al. \(2020\)](#) hallan que el efecto adverso sobre el empleo de la desaparición de empresas jóvenes innovadoras es particularmente elevado en el sector servicios.

59 [Izquierdo \(2021a\)](#), [Fernández-Cerezo et al. \(2021\)](#) y [Riom y Valero \(2020\)](#) recogen los resultados de una encuesta para el Reino Unido según la cual la velocidad de adopción de nuevas tecnologías y formas de trabajo por parte de las empresas de ese país en respuesta a la pandemia ha sido muy elevada, pero, además, los encuestados manifiestan su intención de intensificar estos procesos incluso tras la pandemia.

incertidumbre con respecto al impacto sobre la productividad de la reasignación de recursos entre empresas<sup>60</sup>.

**En el área del euro, los proyectos asociados al programa NGEU deberían traducirse también en ganancias de productividad.** En algunas economías avanzadas, como es el caso de Estados Unidos, se han anunciado planes de inversión pública (*American Jobs Plan*) orientados a fortalecer el crecimiento potencial. En la UE, esta función la ha de cumplir el programa NGEU, instrumento que, como se desarrolla en el epígrafe 3.3 y en el recuadro 2.3, debería focalizarse en proyectos que favorezcan la transformación estructural de la economía hacia los sectores que ganarán peso tras la crisis. En función de los proyectos financiados con ellos, estos fondos tienen la capacidad de proporcionar un impulso significativo al producto potencial de la economía, no solo a través de ganancias de productividad, sino también, como se ha indicado, mediante el aumento del capital productivo.

**En el sentido opuesto, un hipotético freno al comercio internacional podría afectar negativamente a la productividad total de los factores.** Se ha conjeturado que la crisis podría dar lugar a un acortamiento de las cadenas globales de valor, con una disminución del recurso a los consumos intermedios procedentes de otras áreas geográficas, revirtiendo así una parte de las ganancias de productividad obtenidas a partir de la globalización. No obstante, la evidencia acerca de que estos fenómenos se estén produciendo es, hasta el momento, escasa (véase epígrafe 2.5).

### 2.3 Sector bancario

**La crisis económica que ha ocasionado la pandemia de COVID-19 y algunos ajustes extraordinarios llevaron la rentabilidad del sistema bancario español a terreno negativo en 2020.** En concreto, en el ejercicio pasado, la rentabilidad sobre el activo (ROA) se situó en el -0,21 % y, sobre el patrimonio neto (ROE), en el -3,1 %, esto es, 0,72 y 10 pp menos que en 2019, respectivamente (véase gráfico 2.12.1). Parte de esta disminución se debió a ajustes no recurrentes en las cuentas de tres entidades significativas del sistema. En particular, en dos de ellas se produjo una minoración de sus fondos de comercio y en la tercera se corrigió su valor razonable, de acuerdo con la normativa contable, como consecuencia de su participación en una fusión. En ausencia de estos elementos extraordinarios, la rentabilidad del sistema bancario español en 2020 habría sido positiva (0,3 % en el caso del ROA y 4,3 % en el del ROE), si bien aún inferior a la del año precedente. El descenso de la

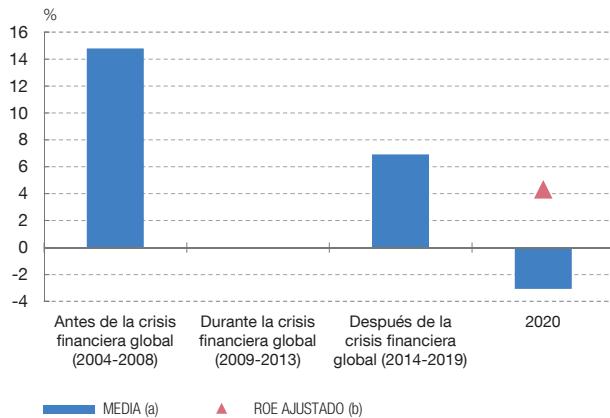
60 Bloom *et al.* (2021) estiman, a partir de la encuesta *Decision Maker Panel*, que en el Reino Unido la pandemia ha dado lugar a un retroceso significativo de la productividad total de los factores intraempresa, atribuible al aumento de costes de los consumos intermedios originado por las medidas de contención. Sin embargo, este efecto se circunscribiría al período de la crisis sanitaria y desaparecería prácticamente en su totalidad una vez resuelta esta.

Gráfico 2.12

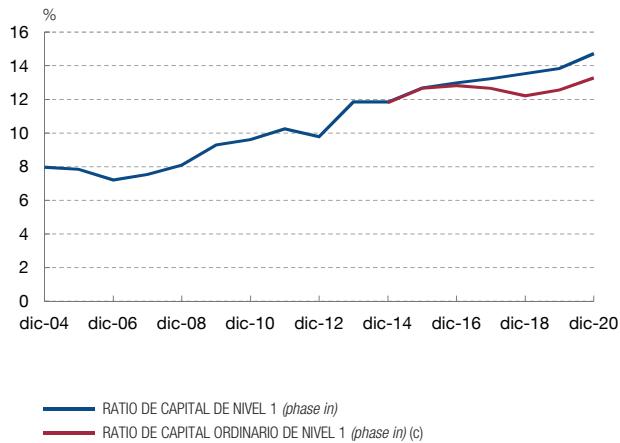
## LA RENTABILIDAD DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL FUE NEGATIVA EN 2020, EN PARTE DEBIDO A AJUSTES EXTRAORDINARIOS

Antes del estallido de la pandemia de COVID-19, la ratio de rentabilidad sobre el patrimonio neto (ROE) en el sistema bancario español se situaba en el entorno del 7 %, aún muy lejos de los niveles que se alcanzaron antes de la crisis financiera global. En 2020, la crisis sanitaria y algunos ajustes extraordinarios —como la amortización del fondo de comercio de algunas filiales extranjeras— llevaron esta rentabilidad a terreno negativo. A pesar de ello, las ratios de capital continuaron aumentando, favorecidas, en parte, por algunas de las medidas adoptadas por las autoridades en respuesta a la pandemia.

1 EVOLUCIÓN DE LA RENTABILIDAD BANCARIA (ROE) ANTES Y DESPUÉS DE LA PANDEMIA



2 EVOLUCIÓN DE LAS RATIOS DE CAPITAL DE NIVEL 1



FUENTE: Banco de España.

- a Media de cada período del ROE del sistema bancario español.
- b ROE del sistema bancario español en 2020, sin tener en cuenta los ajustes extraordinarios negativos (fondo de comercio, activos fiscales diferidos y deterioro de valor de una entidad por su ajuste de valoración) ni los positivos (ventas de negocio).
- c La serie de capital ordinario de nivel 1 (CET1) empieza en 2014 porque es el año en el que comienzan a aplicarse los estándares prudenciales de solvencia conocidos generalmente como «Basilea III», en los que se incorpora el CET1 como medida de capital más estricta.



rentabilidad que no estuvo vinculado a elementos extraordinarios fue resultado tanto de la caída del margen de intereses como, especialmente, del aumento de las dotaciones por deterioro de activos financieros. Estas dinámicas no pudieron ser compensadas plenamente por la disminución observada en los gastos de explotación y por la realización de plusvalías en operaciones financieras. Además, la apreciación del euro sobre otras divisas en el curso de 2020 condicionó la evolución de los ingresos y gastos correspondientes al negocio en el extranjero, reduciendo su contravalor en euros.

**A pesar de ello, la ratio media de solvencia CET1 de las entidades aumentó en 71 puntos básicos, hasta situarse en el 13,3 %** (véase gráfico 2.12.2). Los factores extraordinarios que determinaron que la rentabilidad media de las entidades fuera negativa en 2020 afectan a partidas del balance que no computan para el cálculo del capital prudencial, por lo que no tuvieron impacto sobre el comportamiento de esta variable. En cambio, las ratios de solvencia se vieron beneficiadas por algunas de las medidas adoptadas por las autoridades en respuesta a la pandemia, con el objetivo de favorecer que el sector bancario continuara proporcionando financiación al sector privado. En este sentido, por lo que respecta al numerador de estas ratios,

la recomendación de no distribuir dividendos, junto con la reforma rápida (*quick fix*) de la normativa prudencial introducida por la UE (en particular, la no deducción de la inversión en *software*), permitió elevar los niveles de capital de las entidades. Asimismo, en referencia al denominador de las ratios de capital, los activos ponderados por riesgo disminuyeron, entre otros motivos, como consecuencia de los programas públicos de préstamos avalados y de la reforma rápida de la normativa prudencial europea (por ejemplo, del factor de apoyo a pymes).

**En su conjunto, las medidas prudenciales y contables adoptadas por las diversas autoridades financieras habrían contribuido a mantener el dinamismo del flujo de crédito al sector privado en el conjunto del año 2020.** La evidencia empírica disponible muestra que las entidades con mayores niveles de solvencia son capaces de proporcionar más financiación al sector privado —efecto que es particularmente intenso cuando, como en la crisis actual, la incertidumbre es muy elevada— y, también, de participar en mayor medida en los programas públicos de apoyo al crédito<sup>61</sup>. En cualquier caso, a pesar del aumento en las ratios de solvencia que se produjo en 2020 y de que estas se encuentren por encima de los requisitos prudenciales, el sistema bancario español sigue presentando una situación de desventaja en este ámbito frente a la posición media del resto de la banca europea.

**El crédito bancario al sector privado no financiero en España volvió a crecer en 2020.** Tras más de una década de progresivo desapalancamiento, la financiación bancaria a hogares y a empresas no financieras experimentó un aumento del 3,5 % el pasado año. Sin embargo, mientras que en las empresas esta financiación se aceleró significativamente, hasta crecer un 8,9 %, en los hogares volvió a descender, aunque a tasas moderadas (−0,5 %). Este comportamiento habría sido, probablemente, muy distinto si las autoridades no hubieran implementado un amplio conjunto de medidas para mitigar los efectos adversos de la pandemia sobre las rentas y la liquidez de los hogares y las empresas. En concreto, el programa público de avales para favorecer la concesión de préstamos a las empresas representó en 2020 un 34 % del crédito dispuesto en las nuevas operaciones y permitió que algunas de las compañías que operan en los sectores más afectados por la crisis pudieran satisfacer una parte importante de sus necesidades de liquidez. Por otro lado, los programas de moratorias de los préstamos de personas físicas, que en diciembre de 2020 suponían alrededor del 3 % del crédito al sector privado no financiero, han liberado temporalmente de parte de sus obligaciones financieras a hogares que han resultado particularmente afectados por la crisis. Es probable que este hecho haya evitado que estos agentes hayan tenido que llevar a cabo un mayor ajuste de sus gastos corrientes.

**El riesgo de crédito se configura como uno de los mayores retos del sistema bancario en los próximos años.** Atendiendo a la caída del PIB que se produjo en

---

61 Véase [Martínez-Miera y Vegas \(2021\)](#).

2020, podría considerarse una anomalía en los patrones históricos que la ratio de dudosos no solo no haya aumentado durante el pasado ejercicio, sino que incluso se haya reducido. Entre otros factores, este comportamiento agregado podría explicarse, al menos en parte, por la naturaleza de la perturbación que ha causado la crisis actual —eminente transitoria—, la ausencia de desequilibrios financieros previos y la efectividad de las medidas de política económica implementadas para mitigar el impacto de la pandemia. En cualquier caso, a nivel más desagregado, se han observado algunos incrementos de la tasa de dudosos en determinadas carteras, como la de consumo, y en algunas de las ramas de actividad más afectadas por la crisis en la parte final del año. También han aumentado los préstamos en vigilancia especial, lo que podría considerarse un cierto indicio anticipado de un potencial deterioro en la calidad crediticia de los préstamos. En este sentido, merece la pena destacar que las señales de deterioro crediticio en las carteras de préstamos avalados y en moratoria son significativamente superiores a las del resto de las carteras, como cabría esperar dada la situación de especial vulnerabilidad de los colectivos a los que se han dirigido estas medidas. De cara al futuro, aunque en la fecha de cierre de este Informe el ritmo de dotación de provisiones por riesgo de crédito parece adecuado a nivel agregado —si bien con cierta heterogeneidad entre entidades—, es probable que haya que mantener este esfuerzo de provisionamiento durante los próximos años, o incluso incrementarlo si la recuperación económica es más lenta de lo esperado.

**Con una perspectiva temporal más amplia, el entorno de bajos tipos de interés, el cambio climático y el proceso de digitalización de la economía se configuran como retos clave para el sector bancario.** El entorno actual de bajos tipos de interés, por un lado, constriñe la capacidad del sector para incrementar el margen de intereses y, por otro, incentiva la toma de riesgos. En el ámbito del cambio climático, resulta crucial que las entidades bancarias incorporen adecuadamente los riesgos asociados a este fenómeno estructural en sus procesos de toma de decisiones. Por su parte, el proceso de digitalización de la economía no solo requiere incrementar la inversión en tecnología en el sector bancario, sino que también plantea nuevos desafíos importantes para dicho sector, como los relacionados con la ciberseguridad y con la creciente competencia de las compañías tecnológicas —las denominadas *bigtech*—.

**Si bien el sector bancario presenta unas emisiones muy reducidas de gases de efecto invernadero, este sector puede verse sensiblemente afectado por los riesgos asociados al cambio climático a través de su impacto sobre la solvencia de hogares y de empresas.** El cambio climático plantea tanto riesgos físicos —que se derivan de los desequilibrios medioambientales asociados a su materialización— como riesgos de transición —vinculados al impacto sobre la actividad de las políticas económicas que se desplieguen para mitigar sus efectos—. En la medida en que estos riesgos pueden afectar a la solvencia de los hogares y de las empresas, también podrían condicionar significativamente la rentabilidad

esperada y el riesgo de crédito que asume el sector bancario al conceder crédito a estos agentes. Incorporar adecuadamente estos aspectos en la gestión de riesgos del sector es fundamental para que las entidades de crédito contribuyan de una manera ágil y eficiente al intenso proceso de reasignación de recursos entre sectores y empresas que exigirá la transición hacia una economía más sostenible. En efecto, la política de concesión crediticia del sector bancario puede influir decisivamente en la velocidad a la que tiene lugar dicha transición (por ejemplo, en la medida en que facilite las inversiones verdes que son necesarias en las distintas ramas de actividad).

**Las entidades de depósito, junto con las autoridades regulatorias y supervisoras, han de identificar los canales, directos e indirectos, a través de los cuales se encuentran expuestas a los riesgos vinculados al cambio climático y a la transición hacia una economía más sostenible.** Este análisis no está exento de dificultades. En primer lugar, por la propia complejidad de definir los riesgos climáticos, con horizontes de realización largos y sujetos a un elevado grado de incertidumbre. Esta tarea de definición se enfrenta además a las carencias que existen actualmente en cuanto a la información disponible y, a pesar de los avances recientes, a la falta de estándares internacionales consolidados en este ámbito<sup>62</sup>. Las entidades de depósito deberán explotar y extender sus bases de datos para incorporar estos nuevos elementos a su gestión de riesgos. Para facilitar que las entidades valoren correctamente los riesgos asociados al cambio climático y los incorporen en la gestión de sus carteras, los supervisores pueden desempeñar un papel complementario, mediante el desarrollo de bases de datos supervisoras y de requisitos de información adecuados, y la incorporación de estos riesgos a los análisis de la estabilidad financiera (por ejemplo, mediante la realización de pruebas de resistencia medioambientales, que el Banco de España y los bancos centrales de otras economías de nuestro entorno están desarrollando en la actualidad)<sup>63</sup>. En este sentido, cabe reseñar que el proyecto de Ley de Cambio Climático y Transición Energética que se está tramitando en nuestro país establece que el Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones habrán de elaborar conjuntamente, cada dos años, un informe que valore el riesgo para el sistema financiero español derivado del cambio climático y de las políticas para combatirlo.

**Los desafíos asociados a la ciberseguridad y a la creciente competencia de las denominadas *bigtech* aumentan la importancia de que el sector bancario mejore su eficiencia, en especial a través de una mayor digitalización.** La competencia de las *bigtech* ejerce una presión adicional a la baja sobre la rentabilidad del sector, que se ha visto debilitada por el impacto de la pandemia —como se ha comentado anteriormente— pero que también afrontaba algunos

---

62 Véanse, por ejemplo, Comisión Europea (2020a), Deschryver y De Mariz (2020) y Task Force on Climate-related Financial Disclosures (2020).

63 Véase Hernández de Cos (2021c).

retos previos a la crisis sanitaria, como la existencia de un exceso de capacidad, a pesar de la notable reducción que ha tenido lugar en los últimos años. Las *bigtech* disponen de un volumen ingente de información sobre sus clientes y utilizan esa información de manera eficiente para satisfacer sus necesidades. De este modo, en aquellos sectores en los que las *bigtech* han entrado en los últimos años, estas han asumido los segmentos más rentables del negocio, desplazando, en muchos casos, a los operadores tradicionales. Para afrontar el desafío —potencialmente, muy disruptivo— que suponen las *bigtech* para el sector bancario, resulta fundamental que las entidades sigan profundizando en la mejora de su eficiencia, en la reducción de costes y en un uso más intensivo de las nuevas tecnologías. Para lograr estos objetivos, se requieren importantes inversiones en digitalización, así como la incorporación de nuevas tecnologías en el tratamiento de la información que permitan cambiar el modelo de negocio controlando, al mismo tiempo, el perfil de riesgos.

**La creciente digitalización de la actividad implica tanto riesgos como oportunidades para el sector bancario.** Dependiendo de cuáles de estos elementos primen, la capacidad del sector bancario para proporcionar crédito a los agentes no financieros podría verse positiva o negativamente afectada. En este último caso, resulta complejo anticipar si los nuevos entrantes en el sector financiero podrían compensar completamente un eventual retroceso de la oferta de crédito bancario. Por ejemplo, los nuevos entrantes podrían centrarse solo en ciertos segmentos del negocio financiero —como los servicios de pagos—, mermando, sin embargo, la rentabilidad global de la banca tradicional, lo que podría dificultar la inversión en nuevas tecnologías en el resto de los sectores de la economía. En este contexto, resulta clave asegurar que el sector bancario refuerce su esfuerzo de renovación tecnológica y que exista una regulación financiera adecuada, que se aplique de forma homogénea a servicios financieros comparables, evitando así el arbitraje regulatorio.

## 2.4 Finanzas públicas

**Antes del estallido de la pandemia de COVID-19, la economía española solo había conseguido restablecer parcialmente sus márgenes de actuación fiscal, muy deteriorados tras la crisis financiera global y la de deuda soberana europea.** A pesar de mostrar una senda de crecimiento relativamente robusta desde 2014, a finales de 2019, antes del comienzo de la crisis sanitaria, la economía española mostraba todavía un déficit público equivalente al 2,9 % del PIB —el segundo mayor desequilibrio presupuestario de todos los países de la UEM, tras Francia— y una ratio de deuda pública sobre el PIB del 95,5 % —solo 5,2 pp por debajo del máximo histórico registrado hasta ese momento, en 2014, y muy por encima del nivel que esta ratio presentaba antes de abordar el período recesivo que tuvo lugar entre 2008 y 2013 (un 35,8 %)—. De hecho, una vez descontado el

efecto del ciclo económico, en 2019, el déficit estructural de las cuentas públicas españolas aún se situaba en niveles en el entorno del 3% del PIB, sin haberse reducido desde 2015.

**Desde el comienzo de la crisis sanitaria, la política fiscal ha mantenido un tono claramente expansivo.** Como se detalla en el capítulo 1 de este Informe, tanto en España como en la mayoría de los países de nuestro entorno, la magnitud de la contracción económica causada por la pandemia de COVID-19 hizo necesario desplegar una respuesta de política fiscal rápida y ambiciosa. El objeto de esta respuesta era mitigar, en el corto plazo, el impacto negativo de la crisis sobre los hogares y las empresas más vulnerables, y evitar, en el medio y largo plazo, un deterioro persistente de la capacidad de crecimiento de la economía. Esta orientación de la política fiscal se vio refrendada y facilitada en marzo del año pasado, cuando el Consejo de la Unión Europea activó la cláusula de salvaguarda del Pacto de Estabilidad y Crecimiento —suspendiendo temporalmente los requerimientos de déficit y de deuda contemplados en las reglas fiscales europeas— y relajó de manera transitoria las restricciones a las ayudas de Estado.

**El impacto de las medidas aprobadas en 2020 sobre el saldo de las cuentas públicas se estima en alrededor de 4,5 pp del PIB.** La mayor parte de este impacto está asociado a medidas desplegadas con el propósito principal de hacer frente a las consecuencias sanitarias, sociales y económicas de la pandemia. Entre estas medidas, destacaron las mayores dotaciones presupuestarias para afrontar el crecimiento del gasto sanitario, las medidas de sostenimiento del empleo y de las rentas laborales —a través de la flexibilización de los ERTE y la prestación por cese de actividad para los autónomos—, las actuaciones para elevar la protección social a los colectivos más desfavorecidos y las medidas encaminadas a facilitar liquidez a las empresas en un contexto de fuerte reducción de sus ingresos (véase cuadro 2.1). Además, también se aprobaron en 2020 otras iniciativas no directamente relacionadas con la crisis sanitaria, como la subida de las pensiones y del sueldo de los empleados públicos, y la introducción del ingreso mínimo vital. Por otra parte, cabe señalar que, aunque no han supuesto un mayor gasto inmediato, las garantías públicas que se han otorgado hasta marzo de 2021 a través de las líneas de avales del ICO —creadas en 2020 para favorecer la concesión de préstamos bancarios a las empresas— constituyen un riesgo contingente para las AAPP equivalente al 8,4% del PIB. Esta cuantía es superior al volumen de exposiciones asumidas en el promedio de la UEM a través de programas similares (en torno al 4% del PIB).

**En 2021, el tono de la política fiscal seguirá siendo expansivo, lo que contribuirá a apuntalar la senda de recuperación —todavía frágil— de la economía española.** Aunque muchas de las medidas aprobadas en 2020 para mitigar los efectos adversos de la pandemia se mantendrán durante buena parte de 2021, se espera que su impacto en las cuentas públicas sea más limitado que el observado el pasado año (véase cuadro 2.1). Esto se debe, en parte, a la recuperación de la actividad prevista

Cuadro 2.1

## PRINCIPALES MEDIDAS DE POLÍTICA FISCAL ADOPTADAS EN ESPAÑA (a)

% del PIB	Impacto en 2020			Impacto en 2021		
	Transitorio	Permanente	Total	Transitorio	Permanente	Total
Ingresos (b)	-0,1	—	-0,1	-0,04	0,2	0,2
Reducción del IVA a productos sanitarios (c)	-0,04	—	-0,04	-0,04	—	-0,04
Cambios en el sistema de pagos fraccionados (IVA, IRPF e IS)	-0,03	—	-0,03	—	—	—
Nuevos impuestos sobre transacciones financieras y sobre servicios digitales	—	—	—	—	0,1	0,1
Cambios impositivos en los PGE 2021	—	—	—	—	0,1	0,1
Gastos	4,0	0,4	4,5	2,1	0,6	2,7
Prestaciones a trabajadores en ERTE	1,4	—	1,4	0,4	—	0,4
Prestaciones por cese de actividad a autónomos	0,4	—	0,4	0,2	—	0,2
Subvenciones a empresas y a autónomos por las cotizaciones sociales exoneradas	0,7	—	0,7	0,1	—	0,1
Gasto socio-sanitario ligado al COVID-19 (d)	1,1	—	1,1	0,5	—	0,5
Prestación extraordinaria por incapacidad laboral transitoria debida al COVID-19 (d)	0,2	—	0,2	0,1	—	0,1
Apoyo a la solvencia empresarial	0,2	—	0,2	0,8	—	0,8
Renta mínima universal	—	0,04	0,0	—	0,2	0,2
Subida de sueldo a los empleados públicos (e)	—	0,2	0,2	—	0,2	0,2
Subida de las pensiones (e)	—	0,2	0,2	—	0,1	0,1
Saldo neto			-4,5			-2,5
Riesgos contingentes (f)			7,8			0,6
Garantías públicas en préstamos bancarios a empresas			7,8			0,6
Inyecciones de capital en empresas			0,04			0,04
Medidas sin impacto presupuestario			2,2			0,1
Moratorias legislativas en préstamos bancarios (g)			2,2			0,1
Aplazamientos de alquileres y pagos por suministros básicos			ND			ND

**FUENTES:** Agencia Tributaria, Instituto de Crédito Oficial, Intervención General de la Administración del Estado, Ministerio de Hacienda y Banco de España.

a Impacto estimado por el Banco de España, de acuerdo con la información disponible.

b No se incluyen los aplazamientos de deudas tributarias y frente a la Seguridad Social con vencimiento dentro del mismo año. Según la Agencia Tributaria, para los impuestos recaudados por esta durante 2020, el saldo aplazado alcanzó un importe máximo del 0,4 % del PIB en mayo, y se redujo progresivamente a partir de entonces. En 2021 se podrán aplazar nuevamente deudas tributarias con vencimiento en abril, por un plazo máximo de seis meses.

c Incluye la rebaja del IVA a las mascarillas.

d Estimación del gasto efectivamente realizado en 2020, según la información publicada por la IGAE, y previsión para 2021.

e Medido por comparación con una subida igual a la del IPC.

f Importes otorgados en 2020 y en 2021 hasta la fecha de cierre de este Informe.

g Saldo vivo pendiente de amortización de los préstamos suspendidos hasta la fecha de cierre de este Informe.

para los próximos trimestres. En cualquier caso, de acuerdo con el saldo primario estructural<sup>64</sup>, el tono de la política fiscal seguirá siendo expansivo en 2021, puesto que el menor peso de las medidas mencionadas anteriormente debería verse

64 En línea con la metodología desarrollada por el Eurosistema, se excluyen del cálculo del saldo primario estructural los flujos con la UE, entre los que se encuentran los ingresos que se han de percibir por el programa NGEU, ya que no representan ingresos de residentes.

compensado por el impulso fiscal derivado del comienzo de la implementación del programa NGEU (véase epígrafe 3.3).

**En todo caso, como consecuencia de la crisis ha aumentado la vulnerabilidad de las finanzas públicas y se han reducido los márgenes de actuación futura de la política fiscal, por lo que resulta crucial abordar un proceso de consolidación presupuestaria una vez que se asiente la recuperación.** Como se detalla en el epígrafe 1.3.1, en 2020 el funcionamiento de los estabilizadores automáticos y el impacto presupuestario de las diferentes medidas que se aprobaron para mitigar los efectos de la pandemia provocaron un deterioro muy acusado de las cuentas públicas, que podría haber sido incluso mayor, y posiblemente más persistente, en un escenario hipotético en el que la respuesta de la política económica hubiera sido menos decidida. En particular, el déficit de las AAPP se incrementó hasta el 11 % del PIB en 2020 —8,1 pp más que en 2019— y la ratio de deuda pública sobre el PIB cerró el ejercicio en el 120 % —24,5 pp por encima del nivel registrado a finales de 2019—<sup>65</sup>. Además, en este período, el déficit estructural de las cuentas públicas, que ya era muy abultado antes del comienzo de la pandemia, se habría incrementado en torno a 1,5 pp, lo que contribuirá a que el desequilibrio presupuestario de las AAPP continúe siendo relativamente elevado en los próximos años (véase epígrafe 1.3.3). Este deterioro de las finanzas públicas no se ha traducido, por el momento, en un empeoramiento de las condiciones a las que el sector público y el sector corporativo doméstico pueden acceder a la financiación externa en los mercados de capitales internacionales. Ello se debe, en gran parte, a las decididas medidas de política monetaria desplegadas por el Banco Central Europeo en respuesta a la pandemia. Sin embargo, unos niveles de endeudamiento público persistentemente elevados suponen una importante fuente de vulnerabilidad macrofinanciera para el conjunto de la economía, que conviene abordar, con una perspectiva de medio plazo, a través de un proceso de saneamiento de las cuentas públicas creíble, ambicioso e integral (véase epígrafe 3.2).

## 2.5 Impacto global

**La pandemia ha provocado ciertas disrupciones en el comercio global, que podrían amplificar algunas tendencias previas** (véase recuadro 2.2). Al comienzo de la crisis se produjeron momentos de disrupción puntual en las cadenas globales de comercio, y algunos países adoptaron medidas proteccionistas sobre el comercio de productos médicos<sup>66</sup>. Actualmente, la recuperación podría verse dificultada a escala global por algunas actuaciones que están afectando al libre comercio y a la

---

<sup>65</sup> La reclasificación de la Sareb como parte de las AAPP en 2020 contribuyó en 0,9 pp del PIB al aumento del déficit en dicho ejercicio y en 3 pp al incremento de la ratio de deuda pública.

<sup>66</sup> Véase *García et al.* (2020).

distribución de vacunas<sup>67</sup>. Estas medidas, en cualquier caso, pueden enmarcarse en un proceso previo a la pandemia, de mayor alcance, en el que se otorga una importancia creciente a las consideraciones nacionales en la solución de problemas multilaterales y también se cuestiona parcialmente el marco internacional basado en las reglas de la Organización Mundial del Comercio. Algunos hitos recientes en este sentido son la rivalidad comercial entre Estados Unidos y China, y el *brexit*. Si bien estos desarrollos no han llevado a un aumento de las barreras arancelarias a escala mundial, han incrementado la incertidumbre comercial<sup>68</sup>, con efectos adversos sobre los flujos globales de comercio, y han provocado procesos de desviación de comercio en el corto plazo. Además, las diferentes preferencias nacionales y regionales por determinados bienes públicos globales (como la preocupación por el medio ambiente, los estándares laborales o la seguridad alimentaria) están conduciendo de manera creciente al aumento de las barreras comerciales no arancelarias entre países.

**El sostenimiento de un marco global de reglas multilaterales compartidas es esencial de cara a afrontar los retos de largo plazo a los que se enfrentan las economías nacionales.** La experiencia reciente muestra que la diversificación y la integración comercial han ayudado a afrontar el impacto de la crisis sanitaria global y resultan un factor fundamental para la recuperación. En este contexto, el fortalecimiento del diálogo multilateral permitiría afianzar la recuperación económica, acelerar la distribución de las vacunas a escala global<sup>69</sup> y afrontar algunos de los nuevos retos emergentes, como la lucha contra el cambio climático, la competencia en el ámbito tecnológico o el tratamiento de datos por parte de las multinacionales.

**En el caso europeo, algunas de estas iniciativas se enmarcan en las políticas incluidas dentro de la Autonomía Estratégica Abierta de la UE.** Esta iniciativa se plantea como un marco de coordinación de un conjunto amplio de políticas para impulsar la proyección exterior de la UE, apostando por la apertura comercial y el multilateralismo, y reforzando, al mismo tiempo, la resiliencia económica y financiera de la región<sup>70</sup>. Para ello, se incide en elementos de política industrial que buscan aumentar la robustez de las cadenas de producción europeas, reducir la dependencia de terceros países en algunas áreas estratégicas, impulsar las inversiones en sectores sensibles y de alto valor añadido —potenciando economías de escala y efectos de red positivos— y, en definitiva, aumentar la influencia de la UE en el mundo. En todo caso, la consecución de estos objetivos debe compaginarse con el fortalecimiento del marco de gobernanza europeo, con herramientas permanentes

67 Entre ellas, los contratos de suministro preferente en el país de producción (especialmente, en Estados Unidos y el Reino Unido en los seis primeros meses de implantación de los procesos de vacunación), la utilización de provisiones que permiten el suministro prioritario nacional en situaciones de emergencia o las restricciones a la exportación de vacunas (por ejemplo, en el caso de la India, un productor de vacunas destacado a escala global).

68 Véase Albrizio *et al.* (2021), de próxima publicación.

69 Como en el caso de la iniciativa COVAX, que persigue la adquisición y distribución de vacunas de forma equitativa entre los países de menores ingresos.

70 Véase L'Hotellerie-Fallois *et al.* (2021).

de aseguramiento mutuo que mitiguen las asimetrías —como una capacidad fiscal central, un seguro de desempleo o un activo seguro común— y un refuerzo de las políticas de cohesión, que evite una situación de divergencia real entre los Estados miembros y distorsione el funcionamiento del mercado único. Asimismo, estos procesos deben centrarse en proporcionar los incentivos y marcos legales adecuados para el sector privado, evitando políticas que distorsionen la asignación eficiente y la capacidad de innovación que este proporciona.

**En todo caso, la mejora de la resiliencia en el proceso de producción de bienes de importancia crítica debe realizarse atendiendo a criterios de eficiencia.** Las medidas para robustecer las cadenas globales de valor (CGV) deben combinar la protección de los incentivos económicos, que permiten mantener un proceso de producción integrado en el contexto internacional, con la detección de los puntos críticos en este proceso, a fin de asegurar una correcta diversificación del riesgo. La crisis sanitaria global ha mostrado que aquellas empresas con una producción más integrada en las CGV resisten mejor las crisis e incurren en menores disrupciones de la producción. La evidencia disponible señala, además, que estas empresas tienen una mayor capacidad para recuperarse después de una perturbación y que, aunque están más expuestas a perturbaciones de oferta generadas en los países en los que se encuentran sus proveedores, son más resistentes a las perturbaciones nacionales<sup>71</sup>.

### 3 Herramientas de las que la economía española dispone para acometer su transformación estructural

#### 3.1 Reformas estructurales

**Los retos que la economía española debe afrontar en los próximos años son de una gran envergadura y están estrechamente relacionados entre sí, por lo que abordarlos exige una estrategia integral de reformas estructurales ambiciosas con vocación de permanencia** (véase esquema 2.3). Algunos de los principales retos a los que la economía española deberá hacer frente en los próximos años son elevar el crecimiento potencial de la economía, corregir las deficiencias persistentes que caracterizan el mercado de trabajo español, reforzar la sostenibilidad de las cuentas públicas y abordar las profundas implicaciones económicas que se derivan del envejecimiento de la población, de los elevados niveles de desigualdad, del cambio climático y del proceso de digitalización de la actividad. En la medida en que estos retos se caracterizan por estar muy estrechamente relacionados entre sí, por su enorme complejidad y alcance, y por su naturaleza estructural, la respuesta de política económica debería consistir en una estrategia de crecimiento y de empleo integral, que esté basada en la implementación de un ambicioso conjunto de

---

71 Véase el recuadro 2.2 de este Informe.



FUENTE: Banco de España.

reformas estructurales. Asimismo, esta estrategia debería sustentarse en amplios consensos entre los distintos agentes políticos, sociales y económicos de nuestro país, de manera que pueda tener una vocación de permanencia<sup>72</sup>. En el resto de este epígrafe se presentan las principales líneas de actuación que deberían formar parte de esta estrategia global de crecimiento y empleo, algunas de las cuales también se

72 Véanse, por ejemplo, Hernández de Cos (2020) y Banco de España (2020).

analizan en mayor profundidad en el epígrafe 3.3, dada su especial relevancia en relación con los proyectos vinculados al programa europeo NGEU.

**Es preciso elevar el crecimiento de la productividad en nuestro país.** El crecimiento potencial de la economía española, que era ya relativamente reducido antes de esta crisis, podría verse mermado durante un tiempo como consecuencia de ella (véase epígrafe 2.2). En este contexto, se hace particularmente relevante incrementar el ritmo de avance de la productividad, pues este es el factor principal que explica la modesta capacidad de crecimiento potencial de la economía española. En efecto, en las dos últimas décadas, la tasa de crecimiento de la productividad en España ha sido muy reducida (un 0,2 % en promedio anual) y se ha situado significativamente por debajo de las observadas en algunas de las principales economías avanzadas, como Alemania (0,8 %) y Estados Unidos (0,9 %). Este peor comportamiento relativo de la productividad se aprecia de forma prácticamente generalizada en todas las ramas de actividad (véase gráfico 2.13.1).

**Impulsar el dinamismo de la productividad requiere actuaciones de diversa índole, entre las que se incluyen medidas que favorezcan el crecimiento empresarial.** La estructura demográfica del tejido productivo español, caracterizada por un peso relativo muy elevado de las empresas de menor tamaño<sup>73</sup>, es uno de los principales factores que explican la baja productividad agregada en nuestro país. Esto se debe no solo a que la productividad tiende a aumentar con el tamaño empresarial —en España y en los países de nuestro entorno—, sino también a que es precisamente en las compañías españolas de menor tamaño donde se observa un diferencial de productividad más negativo con respecto a sus equivalentes europeas (véase gráfico 2.13.2), incluso teniendo en cuenta la distinta composición sectorial de estas economías. Por tanto, es necesario analizar en profundidad los diferentes motivos que estarían sesgando el tejido productivo español hacia compañías pequeñas de baja productividad y mitigar sus efectos. En particular, 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 revisar en qué medida el marco institucional —que viene definido, por ejemplo, por la normativa que regula los mercados de productos y de factores— podría estar limitando el desarrollo de las empresas y su productividad<sup>74</sup>. En este contexto, también resultaría relevante incrementar la eficiencia del sistema judicial, para lo que puede ser necesario dotarlo de mayores recursos, impulsar su digitalización y desarrollar mecanismos alternativos de resolución de conflictos. En este sentido, conviene señalar que un funcionamiento ágil y eficiente de los procedimientos de reestructuración de deudas y de insolvencia y liquidación empresariales es fundamental no solo para facilitar la adecuada reasignación de

---

73 Véase Banco de España (2016).

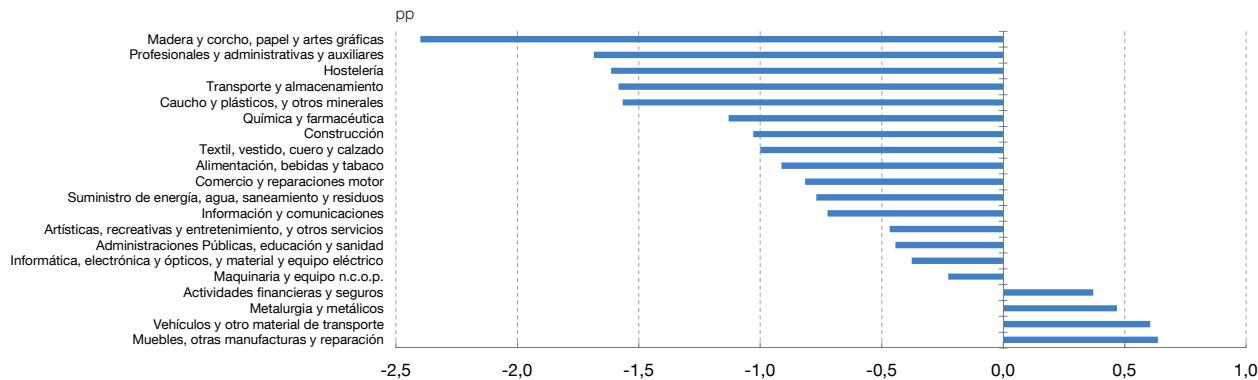
74 Véanse, por ejemplo, Dejuán y Mora-Sanguinetti (2019), Mora-Sanguinetti y Pérez-Valls (2020) y De Lucio y Mora-Sanguinetti (2021).

Gráfico 2.13

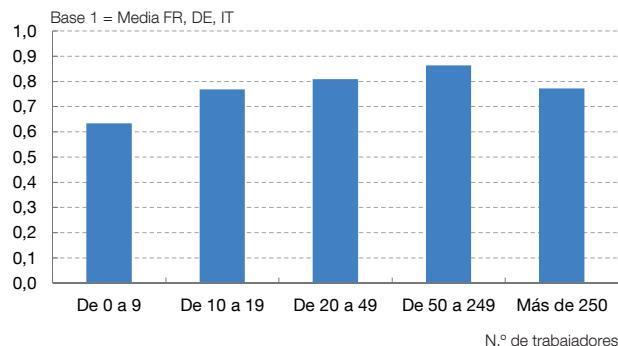
## SE REQUIERE UNA ESTRATEGIA INTEGRAL DE REFORMAS ESTRUCTURALES PARA ABORDAR LOS RETOS QUE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA DEBE AFRONTAR EN EL MEDIO PLAZO

Es preciso elevar el crecimiento de la productividad en nuestro país, que, prácticamente en todas las ramas de actividad, muestra un peor comportamiento que el observado en otros países de nuestro entorno. El diferencial de productividad es precisamente más negativo en el caso de las empresas de menor tamaño, que tienen un peso relativo muy elevado en el tejido productivo español. Asimismo, es imprescindible corregir las deficiencias estructurales que caracterizan nuestro mercado de trabajo y que son responsables, en gran medida, de que España presente tasas de desempleo y de temporalidad persistentemente muy superiores a las registradas en otras economías avanzadas. En los próximos años, la economía española también deberá abordar las profundas implicaciones económicas que se derivan del envejecimiento de la población, de los elevados niveles de desigualdad, de la transición ecológica y del proceso de digitalización.

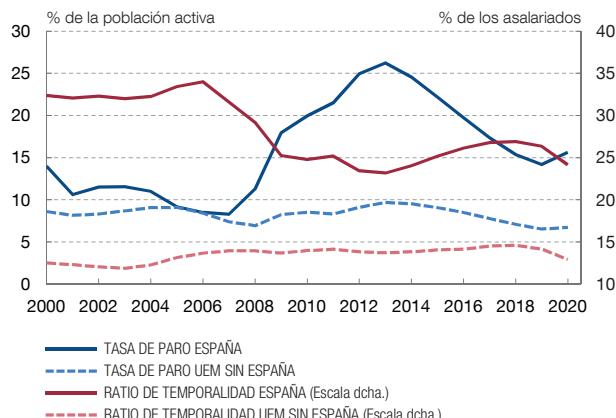
1 DIFERENCIAL EN EL CRECIMIENTO ANUAL DE LA PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES (PTF) ENTRE ESPAÑA Y LA UE-12 (2000-2016) (a)



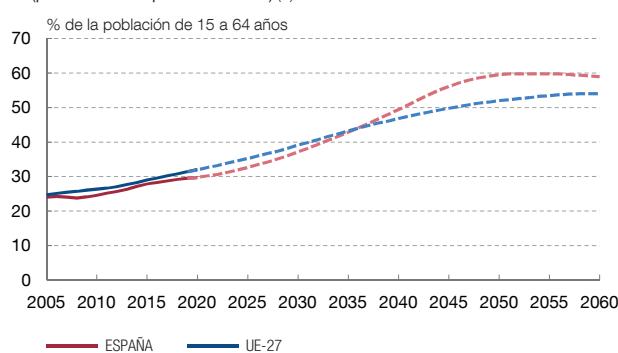
2 PRODUCTIVIDAD RELATIVA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS SEGÚN TAMAÑO DE EMPRESA EN 2018



3 TASA DE PARO Y RATIO DE TEMPORALIDAD



4 EVOLUCIÓN RECENTE Y PROYECCIONES DE LA TASA DE DEPENDENCIA (población +65 / población 15-64) (b)



5 EVOLUCIÓN DE LA RATIO P90/P10 DE LA RENTA NETA DEL HOGAR PER CÁPITA (c)



FUENTES: EU KLEMS, Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Véase Cuadrado, Moral-Benito y Solera (2020). El agregado UE-12 incluye Austria, Bélgica, República Checa, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Italia, Países Bajos, España, Suecia y Reino Unido.

b Proyecciones de EUROPOP2019.

c Encuesta de Condiciones de Vida. La renta neta del hogar per cápita es la renta neta del hogar ajustada con la escala de equivalencia de la OCDE.



recursos productivos en la economía, sino también para incentivar el emprendimiento y la propia creación de empresas (véase recuadro 3.3).

**Promover la acumulación de capital humano y tecnológico resulta fundamental.**

Dos factores adicionales que explican la baja productividad relativa de la economía española son el déficit en términos de capital humano que aún mantiene en relación con otras economías de nuestro entorno y la poca relevancia de las actividades vinculadas a la innovación. En efecto, a pesar de los avances que se han producido en las últimas décadas, el nivel educativo de los trabajadores por cuenta ajena, de los autónomos y de los empresarios españoles es significativamente inferior al que se observa en el conjunto del área del euro<sup>75</sup>. Asimismo, en España, el peso que la inversión pública y privada en I+D supone en el PIB es muy reducido —en 2018 representaron el 0,5% y el 0,7%, respectivamente, ratios inferiores a las que se alcanzan en el promedio de la UE (0,7% y 1,5%)— y muy pocas empresas innovan activamente —el 36,9% del total, frente al 57,7% y al 63,7%, por ejemplo, en Alemania y en Francia, respectivamente<sup>76</sup>—, aspecto que podría estar relacionado, al menos en parte, con una demografía empresarial en la que, en términos relativos, predominan las compañías de menor tamaño con escasa vocación innovadora. Al objeto de cerrar estas brechas en los niveles de capital humano y capital tecnológico, sería aconsejable, por un lado, valorar un profundo replanteamiento del sistema educativo español —tanto de la educación básica como de la formación universitaria y profesional—, que incluya revisar el contenido de los currículos, adoptar nuevas estrategias de aprendizaje, potenciar la excelencia e incorporar algunas de las mejores prácticas internacionales en estos ámbitos<sup>77</sup>. Por otro lado, parece imprescindible reforzar los mecanismos de apoyo a la innovación, desde el punto de vista tanto de la gestión —por ejemplo, favoreciendo las sinergias entre las distintas instituciones públicas y privadas que realizan innovación— como de la financiación —en particular, mediante una revisión exhaustiva de los incentivos fiscales a la I+D y la potenciación del papel que pueden desempeñar las empresas de capital riesgo (véase epígrafe 3.3)—.

**El mercado laboral español se caracteriza por presentar, de manera persistente, tasas de desempleo y temporalidad muy elevadas, lo que incide negativamente en muchas dimensiones económicas y sociales.** En efecto, tomando como referencia las dos últimas décadas, la tasa de paro y la tasa de

---

75 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).

76 Véase *Community Innovation Survey* 2016.

77 En este sentido, en diciembre de 2020 se aprobó la Ley Orgánica de modificación de la LOE (LOMLOE) y en julio de 2020 se presentó el Plan de Modernización de la Formación Profesional. Están pendientes de concretar diferentes aspectos de estas normas educativas. En todo caso, resultaría particularmente relevante asegurar un consenso político amplio que las dote de la mayor estabilidad posible [véase Gortázar (2020)]. Asimismo, se debe avanzar de forma decidida en la aprobación de una nueva Ley de Organización del Sistema Universitario (LOSU), introduciendo cambios en los sistemas de selección del personal docente e investigador y reforzando la vinculación de la financiación del sistema a objetivos de excelencia.

temporalidad en el empleo se situaron en España, en promedio, en el 16 % y en el 28,1 %, respectivamente, porcentajes muy superiores a los observados en el conjunto de la UEM (un 9,4 % y un 15,3 %, respectivamente) (véase gráfico 2.13.3). Este comportamiento extraordinariamente diferencial del mercado laboral español, que se mantiene tanto en fases expansivas como en fases recesivas de la actividad y que no puede explicarse por la particular composición sectorial de nuestra economía, tiene implicaciones muy negativas de amplio alcance. Así, por ejemplo, los elevados niveles de desempleo suponen, con frecuencia, mayores tasas de paro de larga duración, lo que acarrea efectos económicos y sociales más adversos. Además, en un contexto en el que existe una brecha muy significativa en el nivel de protección del empleo de los trabajadores con contrato temporal y de aquellos con contrato indefinido, los primeros han venido soportando, de manera desproporcionada, los flujos de destrucción de empleo en la economía española durante las últimas décadas, patrón que también se está observando en la crisis actual. En la medida en que entre los trabajadores temporales predominan colectivos particularmente vulnerables —como los jóvenes y los trabajadores con menor formación—, estas dinámicas en el mercado laboral español inciden muy negativamente en ámbitos tan diversos como la evolución de la desigualdad, la incertidumbre respecto a los ingresos laborales futuros, el ritmo de formación de nuevos hogares y el proceso de acumulación de capital humano, en muchos casos con carácter estructural.

**Corregir las deficiencias del mercado de trabajo en España exige reducir la elevada dualidad entre trabajadores temporales e indefinidos y reforzar las políticas activas de empleo.** Es preciso explorar mecanismos que permitan compatibilizar una cierta flexibilidad en la contratación con un reparto más equitativo de la protección del empleo de los trabajadores en función del tipo de contrato que tienen en cada momento. En particular, entre las distintas opciones que podrían considerarse en este sentido, se encuentran los contratos con costes de despido crecientes o, como se analiza con detalle en el epígrafe 3.3 y en el recuadro 2.4, un sistema mixto que combine una reforma de los costes de despido en nuestro país —encaminada a favorecer una distribución más equitativa entre los distintos tipos de contratos— con el establecimiento de un fondo de capitalización en el que las empresas realizan periódicamente una contribución a nombre de cada uno de sus trabajadores. Los empleados podrían recuperar estas contribuciones en caso de pérdida involuntaria del empleo o, si no lo han hecho antes, en el momento de la jubilación. Por otra parte, como también se analiza en el epígrafe 3.3, es imprescindible reforzar las políticas activas de empleo no solo para evitar un deterioro permanente del capital humano de las personas que han perdido su trabajo, sino también para adaptar este capital humano a las nuevas exigencias que plantea una sociedad y una actividad económica sometidas a un continuo e intenso proceso de cambio tecnológico, en un entorno de envejecimiento paulatino de la fuerza laboral. De esta forma, se incrementaría la empleabilidad de los parados y se facilitaría la reasignación de los recursos productivos entre sectores y empresas que podría surgir de este proceso de cambio.

**El envejecimiento de la población tiene implicaciones muy significativas para muchos aspectos de la actividad económica.** La población española se encuentra inmersa en un intenso proceso de cambio demográfico que provocará un incremento muy considerable de la tasa de dependencia en nuestro país en las próximas décadas. En particular, de acuerdo con las proyecciones de Eurostat, esta tasa —que mide el porcentaje de la población mayor de 65 años sobre la población de entre 15 y 64 años— se incrementaría en más de 25 pp en España a lo largo de los próximos 25 años, hasta el 56,1 % en 2045. Este marcado proceso de envejecimiento poblacional, que se espera que sea más acusado en España que en otros países de nuestro entorno (véase gráfico 2.13.4), plantea retos de muy diversa índole en distintos ámbitos de la actividad económica<sup>78</sup>. Así, por ejemplo, estas dinámicas demográficas tendrán profundas implicaciones sobre las cuentas públicas, puesto que elevarán muy sensiblemente las necesidades de gasto en sanidad, en cuidados de larga duración y en pensiones, y también afectarán al nivel y a la composición de los ingresos tributarios —dado que las decisiones de consumo, de ahorro y de inversión de los hogares varían sensiblemente a lo largo del ciclo vital—. El envejecimiento de la población también condicionará la capacidad de crecimiento de la economía a través de su impacto sobre el mercado laboral —ya que la tasa de participación en este mercado tiende a reducirse en edades cercanas a la de jubilación— y sobre la productividad de los trabajadores —debido a que las habilidades físicas y cognitivas de las personas se deterioran a lo largo del tiempo<sup>79</sup>—.

**Abordar los numerosos retos que plantea el cambio demográfico exige una actuación decidida en múltiples ámbitos.** En particular, sería conveniente analizar las razones de la baja tasa de fecundidad en España —tanto en comparación con la de otros países de nuestro entorno como en relación con la tasa de fecundidad deseada por las mujeres españolas en edad fértil—. La evidencia disponible sugiere que algunas de estas razones podrían estar vinculadas a las dificultades para conciliar la vida familiar y laboral. Esto aconsejaría reforzar el apoyo a las familias y las oportunidades en el mercado de trabajo para las mujeres jóvenes con hijos, ya que, con frecuencia, son ellas las que se ven más afectadas, desde un punto de vista económico y laboral, por la decisión de ser madres<sup>80</sup>. Asimismo, se requeriría adecuar la política migratoria en nuestro país a las necesidades cambiantes del mercado de trabajo. Por otra parte, es preciso desplegar medidas que favorezcan la prolongación de la vida laboral de los trabajadores de mayor edad. Para ello, es fundamental mitigar el deterioro que se produce en la empleabilidad de los trabajadores a medida que envejecen —tanto mediante políticas activas de empleo como a través de la formación continua— e impulsar unas condiciones laborales más flexibles que permitan un mejor ajuste entre las habilidades y necesidades de los trabajadores de mayor edad y los requisitos que se exigen en el mercado laboral.

---

78 Véase Banco de España (2019a).

79 Véase Anghel y Lacuesta (2020).

80 De Quinto *et al.* (2020).

**Resulta necesario afrontar el reto que el envejecimiento poblacional supone para el sistema público de pensiones.** Si bien las dinámicas demográficas de la sociedad española ya implican, por sí mismas, un notable incremento de los gastos de la Seguridad Social en los próximos años, el retorno a un sistema de revalorización de las pensiones conforme a la inflación y la suspensión de la aplicación del factor de sostenibilidad suponen una considerable presión adicional al alza sobre estos gastos<sup>81</sup>. En una coyuntura en la que el sistema público de pensiones ya ha venido registrando cuantiosos déficits durante los últimos años, estos desarrollos hacen indispensable introducir medidas adicionales que refuercen la sostenibilidad financiera del sistema. En este sentido, conviene señalar que algunas de las recomendaciones recientes de la Comisión del Pacto de Toledo y de la AIReF —que proponen desplazar diversas partidas de gasto desde la Seguridad Social al Estado y transferir a la Seguridad Social parte de las cotizaciones sociales destinadas al Servicio Público de Empleo Estatal— permitirían reducir parte del déficit de la Seguridad Social. No obstante, esto sucedería a costa de aumentar el déficit del Estado, por lo que, en principio, dichas recomendaciones no tendrían efectos en términos del equilibrio presupuestario del conjunto de las AAPP. Además, estas medidas no permitirían por sí mismas abordar el aumento del gasto de la Seguridad Social que se producirá en los próximos años como consecuencia de los desarrollos demográficos mencionados. Así, por ejemplo, en un escenario de revalorización de las prestaciones con el IPC y de mantenimiento del factor de sostenibilidad, la AIReF estima que, dadas las dinámicas demográficas de la sociedad española, el gasto de la Seguridad Social aumentará en unos 3,3 pp del PIB en 2050. Este incremento sería 0,9 pp superior en un escenario en el que el factor de sostenibilidad se derogase definitivamente. Por todo ello, en un contexto en el que las AAPP deben abordar un proceso de consolidación fiscal tras la crisis, sigue siendo imprescindible el mayor consenso político y social posible para afrontar este reto.

**Una eventual reforma del sistema de pensiones debería reforzar el vínculo entre las contribuciones realizadas y las prestaciones recibidas —asegurando un nivel de suficiencia para aquellos hogares más vulnerables—, aumentar la transparencia y la predictibilidad del sistema, y tener en cuenta consideraciones de equidad intergeneracional.** Con carácter general, los efectos redistributivos del sistema de pensiones dependen, entre otros factores, de las fórmulas de cálculo de las pensiones, así como de la existencia de pensiones asistenciales y umbrales mínimos y máximos a las contribuciones y prestaciones. Asimismo, la financiación a través de transferencias entre generaciones o mediante impuestos presenta implicaciones muy diferentes y relevantes en términos de equidad dentro de una misma generación y entre distintas generaciones. En este contexto, parece apropiado reforzar el vínculo entre las contribuciones realizadas y las prestaciones recibidas, siempre asegurando un nivel de suficiencia para aquellos hogares con recursos más

---

<sup>81</sup> Véanse, por ejemplo, Hernández de Cos (2021b) y AIReF (2020a).

limitados. Con respecto a la equidad intergeneracional, cabe señalar que hacer recaer una parte importante de un eventual ajuste en el sistema de pensiones sobre la población jubilada podría implicar una reducción desproporcionada de su nivel de renta y bienestar, en la medida en que este colectivo tomó sus decisiones de ahorro y oferta laboral en base a unas determinadas expectativas de prestaciones y dispone de una capacidad de ajuste muy limitada en la actualidad. Del mismo modo, hacer descansar todo el peso de una posible reforma del sistema sobre las futuras generaciones de trabajadores, mediante un aumento significativo de las transferencias intergeneracionales de renta, supondría, igualmente, un impacto muy significativo sobre la renta y el bienestar de dichas generaciones. En cualquier caso, resulta crucial que cualquier reforma del sistema repercuta en un mayor grado de transparencia y predictibilidad, para lo que 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, con objeto de dar certidumbre a los ciudadanos y de favorecer una toma de decisiones de ahorro, trabajo y jubilación prudente.

**Los niveles de desigualdad en la sociedad española, que eran ya elevados antes de la pandemia, aumentarán previsiblemente como consecuencia de ella.** Como se ha mencionado en el epígrafe 2.1, la pandemia de COVID-19 está mostrando una especial incidencia negativa en algunos colectivos de trabajadores particularmente vulnerables, aquellos con contrato temporal, más jóvenes y con rentas más bajas. En este sentido, como empieza a apuntar ya alguna evidencia, parece probable que la crisis económica actual acabe elevando los niveles de desigualdad en nuestra sociedad, a pesar de las medidas que las autoridades han desplegado para mitigar los efectos adversos de la pandemia sobre las rentas y la liquidez de los hogares. Estos desarrollos son particularmente relevantes por dos motivos. En primer lugar, porque, a pesar del período de crecimiento robusto e ininterrumpido que la economía española exhibió entre 2014 y 2019, antes del comienzo de la crisis sanitaria, los niveles de desigualdad en nuestro país aún permanecían por encima de los registrados antes de la crisis financiera global (véase gráfico 2.13.5). En segundo lugar, porque existe abundante evidencia empírica que señala que unos niveles de desigualdad demasiado elevados pueden incidir negativamente no solo en el grado de cohesión social, sino también en la capacidad de crecimiento de la economía, a través de sus efectos adversos sobre el consumo agregado, la inversión y la acumulación de capital humano<sup>82</sup>.

**La respuesta de política económica a los desafíos que implican unos niveles de desigualdad elevados debe incluir actuaciones en diversas dimensiones.** Reducir la desigualdad requiere, entre otros aspectos, abordar las deficiencias estructurales que presenta el mercado laboral español, que, como se ha mencionado con anterioridad, son responsables de unas tasas de desempleo y de temporalidad

---

82 Véanse Grossman (1991), Persson y Tabellini (1994) y Alesina y Rodrik (1994).

muy elevadas, que perjudican especialmente a los jóvenes. También se hace indispensable incrementar la empleabilidad y la productividad de los colectivos más vulnerables, para lo cual es fundamental elevar su nivel de formación. En este sentido, conviene asegurar que se dan las condiciones necesarias que favorezcan la igualdad de oportunidades y reducir el papel que algunos factores familiares —como el nivel de renta del hogar— desempeñan para explicar la heterogeneidad que se observa en los resultados académicos de los estudiantes.

**Es necesario llevar a cabo un análisis riguroso de la eficiencia de los distintos esquemas redistributivos que existen en nuestro país.** Este análisis debe abarcar las distintas políticas de transferencias sociales que están en vigor en diversos ámbitos de la Administración Pública —incluidas las que tienen lugar a través de la sanidad y la educación— y el funcionamiento de nuestro sistema impositivo. El objetivo sería valorar si, en su conjunto, estos instrumentos permiten alcanzar el grado de redistribución de recursos que la sociedad demanda y si su operativa es lo suficientemente eficiente<sup>83</sup>. Para ello, puede resultar de utilidad comparar el alcance y la progresividad de las transferencias sociales y del sistema impositivo en España con los de otros países de nuestro entorno, si bien dicha comparación no está exenta de ciertas dificultades. Así, por ejemplo, en cada país se observa una gran variedad de transferencias sociales, tanto monetarias como en especie, lo que dificulta notablemente realizar una comparación homogénea a nivel internacional. Asimismo, en el diseño del sistema impositivo existen muchos parámetros —entre otros, umbrales máximos y mínimos, y beneficios fiscales— que pueden generar variaciones muy significativas entre los tipos oficiales de cada país y la presión fiscal efectiva, tanto a nivel agregado como para distintos colectivos de contribuyentes. A pesar de estas dificultades, algunos estudios que utilizan herramientas de información homogénea por países estiman que el grado de redistribución que alcanza el sistema público español se sitúa por debajo del observado en la media de la UE<sup>84</sup>. Esta circunstancia, por tanto, aconseja realizar un análisis detallado e integral de esta diferencia, que examine la contribución de cada uno de los distintos componentes del sistema de bienestar español, tanto por el lado de las transferencias como por el de la imposición.

**La aprobación del ingreso mínimo vital (IMV) en mayo de 2020 supuso la introducción de un mecanismo de redistribución que podría contribuir significativamente a paliar la pobreza extrema en nuestro país<sup>85</sup>.** En particular, de acuerdo con estimaciones realizadas a partir de la Encuesta de Condiciones de Vida del INE, este instrumento podría reducir la tasa de pobreza extrema en España desde el 5,7 % de los hogares al 1,5 %<sup>86</sup>. En todo caso, conviene asegurar que

---

<sup>83</sup> Véase, por ejemplo, [Ayala y Cantó \(2020\)](#).

<sup>84</sup> Véanse [Avram et al. \(2014\)](#) y [Fuest et al. \(2010\)](#).

<sup>85</sup> Véase [Navas Román y Villazán Pellejero \(2020\)](#).

<sup>86</sup> La tasa de pobreza extrema se calcula como el porcentaje de hogares que tienen unos ingresos totales anuales por unidad de consumo por debajo del 30 % de la mediana.

el IMV cumple con este objetivo sin distorsionar las decisiones de participación laboral de sus beneficiarios. En relación con esta cuestión, cabe mencionar dos aspectos. En primer lugar, que la norma por la que se estableció el IMV determinó que el funcionamiento de este instrumento habría de ser evaluado periódicamente por la AIReF, lo que, en principio, permitiría identificar posibles deficiencias en su operativa. En segundo lugar, que en el diseño del IMV se contempló que esta prestación fuera compatible con el empleo durante un año después de que el beneficiario de la prestación hubiera encontrado trabajo. No obstante, la forma en que ha de modularse la prestación aún no se ha establecido reglamentariamente, lo que no permite valorar de manera precisa la efectividad de esta cláusula. Por otra parte, podría resultar adecuado considerar una posible extensión del IMV a algunos colectivos que, de acuerdo con el diseño inicial de este instrumento, no son elegibles, pero que también se encontrarían en situación de riesgo de pobreza extrema. Por ejemplo, esta situación podría afectar a ciertos hogares con rentas bajas que incumplen la condición necesaria para recibir el IMV en cuanto al nivel de patrimonio —principalmente, por la posesión de activos inmobiliarios de reducido valor— y a algunos hogares con más de dos adultos<sup>87</sup>.

**Mitigar los efectos adversos que supone la desigualdad también exige favorecer un incremento estable de la oferta de vivienda en alquiler.** Más allá de las políticas de rentas, 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, tanto en el caso de la vivienda en propiedad como en el de la vivienda en alquiler<sup>88</sup>. Estas dinámicas habrían tenido, de nuevo, una mayor incidencia negativa en los hogares jóvenes. En este ámbito, se debe dar prioridad a aquellas políticas públicas dirigidas a favorecer un incremento sostenido de la oferta de vivienda de alquiler —especialmente, de la destinada a los colectivos con mayores problemas de accesibilidad—, iniciativas que, en su conjunto, contribuirían a evitar un aumento excesivo del precio de los alquileres. En particular, podría considerarse una combinación de estímulos fiscales a los propietarios de los inmuebles, de mejoras regulatorias que incrementen la seguridad jurídica de estos y de un mayor énfasis de las políticas públicas en la provisión de vivienda pública en alquiler<sup>89</sup>.

**Avanzar hacia un modelo de crecimiento más sostenible y mitigar los efectos del cambio climático exigirán una profunda transformación económica, social y tecnológica, tanto en España como a escala global.** En los últimos años, la UE ha venido desempeñando un claro papel de liderazgo a nivel internacional para impulsar la transición ecológica de la economía y para tratar de alcanzar los

---

<sup>87</sup> De acuerdo con la Encuesta Financiera de las Familias correspondiente a 2018, en España habría casi 190.000 hogares que estarían en situación de pobreza extrema según la definición de la Comisión Europea, pero que no serían elegibles para recibir el IMV.

<sup>88</sup> Véanse Dirección General de Economía y Estadística (2020) y López-Rodríguez y Matea (2019).

<sup>89</sup> Véanse López-Rodríguez y Matea (2020) y Mora-Sanguinetti (2012).

compromisos asumidos en el Acuerdo de París. En sintonía con este posicionamiento europeo, en nuestro país, el proyecto de Ley de Cambio Climático y Transición Energética —que se encuentra en una fase muy avanzada de su tramitación parlamentaria— establece unos objetivos ambiciosos para las próximas décadas en términos de reducción de emisiones de gases de efecto invernadero, desarrollo de fuentes de energía renovables e incremento de la eficiencia energética<sup>90</sup>. Para lograr dichos objetivos y favorecer la adaptación de la economía española a los impactos del cambio climático, tanto este proyecto de ley como el Plan Nacional Integrado de Energía y Clima (PNIEC), la Estrategia de Descarbonización a Largo Plazo 2050 y el Plan Nacional de Adaptación al Cambio Climático (PNACC) establecen algunas de las principales líneas de actuación y herramientas que será necesario desplegar en los próximos años<sup>91</sup>. Aunque aún no es posible valorar con suficiente precisión los efectos de cada una de estas eventuales actuaciones, parece claro que, para cumplir sus objetivos, estas habrán de impulsar una profunda transformación económica, social y tecnológica de nuestro país. En particular, no parece probable que los compromisos asumidos puedan alcanzarse sin que se produzcan cambios muy significativos en los patrones de comportamiento y en el modelo de crecimiento actual. En este sentido, a título ilustrativo, conviene señalar que, a pesar de que en 2020 la economía española y mundial han sufrido una contracción económica sin precedentes y que algunos de los sectores más contaminantes —como el transporte— han visto reducida su actividad muy sensiblemente, el volumen de emisiones de CO<sub>2</sub> apenas se habría reducido un 13,1 % en España y un 4 % a nivel global, fundamentalmente de forma transitoria<sup>92</sup>.

**Resulta imprescindible que se evalúen rigurosamente las múltiples implicaciones asociadas a cualquier iniciativa de política económica que se adopte en este ámbito y que se persiga el mayor grado posible de coordinación internacional.** La política económica es el mejor instrumento para que todos los agentes internalicen la externalidad medioambiental que generan sus decisiones y para promover la transición hacia un modelo de crecimiento más sostenible. No obstante, a pesar de que en los últimos años se ha avanzado de forma significativa en el análisis de las muy diversas implicaciones económicas del cambio climático y de la transición ecológica, en términos generales, aún no se ha alcanzado un consenso en cuanto a cuál es la combinación más adecuada de políticas públicas

---

90 En particular, este proyecto de ley establece unos objetivos mínimos —que solo podrán ser revisados al alza en futuras actualizaciones de la norma— que implican, para 2030, una reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero del conjunto de la economía española del 23 % (respecto a 1990), un aumento del peso de las energías renovables en el consumo de energía final y en la generación de energía eléctrica hasta al menos el 42 % y el 74 %, respectivamente, y una mejora de la eficiencia energética del 39,5 % (respecto a la referencia establecida en la normativa comunitaria). Todo ello, de forma que, en 2050, o en el plazo más corto posible, nuestro país alcance la neutralidad climática.

91 Por ejemplo, en términos de movilidad, entre otras medidas se establece que se adoptarán iniciativas para alcanzar un parque de turismos y vehículos comerciales ligeros sin emisiones directas de CO<sub>2</sub> en 2050. Además, todos los municipios de más de 50.000 habitantes y los territorios insulares deberán adoptar planes de movilidad urbana sostenible, a más tardar, en 2023.

92 Véase [Carbon Monitor](#).

concretas —ni en cuanto a su calibración precisa— para alcanzar unos determinados objetivos medioambientales de la forma más eficiente posible. En este contexto, particularmente incierto, resulta indispensable que la implementación de cualquier iniciativa de política económica venga acompañada de un análisis exhaustivo que valore, tanto con carácter previo como con posterioridad a su aplicación, todas sus implicaciones sobre la actividad económica. En este sentido, ha de valorarse positivamente el hecho de que en el proyecto español de Ley de Cambio Climático y Transición Energética se establezca la creación del comité de expertos de cambio climático y transición energética. Este comité será el órgano responsable de evaluar y de hacer recomendaciones sobre las políticas y medidas de energía y cambio climático. Asimismo, dado que el reto del cambio climático tiene carácter global, en la política económica desplegada para abordarlo —por ejemplo, en materia fiscal o de regulación financiera— sería deseable un alto grado de coordinación internacional. Así se evitarían distorsiones competitivas y se minimizarían los riesgos de deslocalización geográfica de la actividad.

**La política económica ha de reconocer que el impacto del cambio climático y de la transición hacia una economía más sostenible será asimétrico entre sectores, empresas, regiones y hogares.** Es evidente que alcanzar los objetivos climáticos mencionados anteriormente requerirá esfuerzos muy diferentes para las distintas ramas de actividad. También lo es que la capacidad de adaptación a un nuevo modelo de crecimiento más sostenible será muy heterogénea para distintos tipos de empresas —por ejemplo, en función de su tamaño o de su capacidad para innovar— y de hogares —por ejemplo, en función de su nivel de renta o de formación—, especialmente en el corto plazo. Al mismo tiempo, el grado de exposición al cambio climático y a la transición ecológica también es asimétrico a nivel regional, debido a las notables diferencias que se aprecian entre regiones, tanto en sus características geográficas como en su estructura productiva. En este contexto, resulta fundamental que la política económica identifique adecuadamente aquellos colectivos que pueden verse más afectados, en términos relativos, por estos procesos de cambio estructural y que contemple medidas eficaces para mitigar su vulnerabilidad en el corto plazo. En este sentido, conviene resaltar que, en la Encuesta del Banco Europeo de Inversiones sobre el Clima 2020-2021, el 82 % de los españoles encuestados consideraban que, para ser exitosas, las medidas de política económica que eventualmente se desplieguen en nuestro país con el fin de abordar el cambio climático deberían tener en cuenta las brechas de renta en la población y la desigualdad social<sup>93</sup>.

**La política fiscal es una herramienta clave en la lucha contra el cambio climático y en el impulso de un modelo de crecimiento más sostenible.** Entre las distintas dimensiones de la política económica, la política fiscal es la que cuenta, en principio, con los instrumentos más adecuados para promover la transición

---

93 Véase [2020-2021 EIB climate survey](#).

ecológica de la economía. Por una parte, en el ámbito impositivo, una correcta calibración de los distintos tipos de impuestos y subvenciones supone la manera más eficiente para modular la dirección y el ritmo al que este proceso de cambio estructural debe producirse. En este sentido, la fiscalidad medioambiental —cuya capacidad recaudatoria en nuestro país es, en la actualidad, menor que la que se observa en otras economías de nuestro entorno— debe desempeñar un papel preeminente en los próximos años, tanto para disuadir las actividades menos sostenibles medioambientalmente como para incentivar las iniciativas verdes y compensar —con sus ingresos— los costes que la transición ecológica puede suponer en el corto plazo para algunos colectivos vulnerables. Por otra parte, dentro de la política fiscal, la inversión pública también tiene la capacidad para actuar como un potente catalizador en el desarrollo de nuevas tecnologías más limpias y eficientes.

**El programa europeo NGEU debe ser otra palanca fundamental para acelerar la transformación ecológica de la economía.** Como se expone en el epígrafe 3.3, este programa, que podría llegar a movilizar un volumen muy cuantioso de fondos —tanto para el conjunto de la UE como para la economía española—, ha de contribuir a la recuperación en el corto plazo, pero, sobre todo, desde una perspectiva de medio y largo plazo, a la transformación estructural de las economías europeas, especialmente en los ámbitos digital y medioambiental. En este sentido, el enfoque del programa NGEU parece estar muy alineado con las opiniones de los ciudadanos europeos y españoles que participaron en la Encuesta del Banco Europeo de Inversiones sobre el Clima 2020-2021, pues el 57 % y el 64 % de los encuestados, respectivamente, consideraban que, en el marco de la crisis sanitaria actual, la prioridad de los Gobiernos nacionales debería ser reorientar la economía de manera que la recuperación económica tenga en cuenta de forma clara las necesidades medioambientales.

**En línea con el diseño del programa NGEU a nivel europeo, en los próximos años el Gobierno español espera destinar un porcentaje muy significativo —cerca del 40 %— de los fondos vinculados a este mecanismo a impulsar la transición ecológica en nuestro país.** En efecto, este es uno de los cuatro ejes transversales —junto con la transformación digital, la igualdad de género y la cohesión social y territorial— en torno a los que se estructura el PRTR del Gobierno español. En consonancia con las líneas de actuación marcadas en el PNIEC, entre los distintos proyectos que se han definido en este Plan se incluyen, por ejemplo, el despliegue masivo del parque de generación renovable, una estrategia de transición energética justa, planes de inversión en infraestructura «verde», un plan de rehabilitación de viviendas centrado en la eficiencia energética y un plan de choque de movilidad sostenible. La mayor parte de estas posibles actuaciones aún no están definidas con el suficiente grado de detalle para poder realizar una evaluación precisa de sus potenciales efectos positivos sobre la actividad en el corto y largo plazo. No obstante, como señalan algunos trabajos recientes, bajo determinadas circunstancias, el efecto multiplicador sobre la actividad económica de inversiones

en energías limpias y en conservación de la biodiversidad podría ser significativamente mayor y más persistente que el de otras inversiones menos sostenibles desde un punto de vista medioambiental<sup>94</sup>.

**El sector financiero también está llamado a desempeñar un papel determinante en la transición hacia una economía más sostenible.** Acometer esta profunda transformación estructural de la economía exigirá movilizar un volumen muy considerable de fondos, tanto en el sector público como en el sector privado. Para que dichos recursos puedan canalizarse de la forma más ágil y eficiente posible, es indispensable que el conjunto de los participantes en los mercados financieros —entre otros, las entidades bancarias, los distintos tipos de inversores institucionales, y los supervisores y reguladores financieros— incorporen en sus marcos de decisión analíticos todos los riesgos vinculados al cambio climático y al proceso de transición ecológica de la economía, y dispongan de la información, del marco institucional y de los instrumentos financieros adecuados para hacer efectivas sus decisiones. Desde la perspectiva de los bancos centrales, también será fundamental determinar en qué medida la transición hacia una economía más sostenible puede afectar a su capacidad para cumplir con los mandatos que tienen asignados y, en su caso, cómo debería verse reflejado esto en el diseño, calibración e implementación de sus distintos instrumentos de política económica<sup>95</sup>.

### 3.2 Estrategia de consolidación presupuestaria

**El necesario tono expansivo de la política fiscal durante la crisis actual debería dar paso, una vez que se asiente la recuperación, a un proceso de saneamiento de las cuentas públicas que permita reconstruir los márgenes de actuación fiscal frente a crisis futuras.** Como se ha mencionado en el capítulo 1 de este Informe, la extraordinaria severidad de la crisis económica causada por la pandemia de COVID-19 hizo necesaria una respuesta muy contundente de política económica en general, y de política fiscal en particular, para mitigar sus considerables efectos adversos en el corto plazo y evitar que esta perturbación, fundamentalmente de naturaleza transitoria, acabara ocasionando daños persistentes en la capacidad de crecimiento de la economía en el medio plazo. No obstante, la crisis ha supuesto un deterioro muy acusado de las finanzas públicas en nuestro país, las cuales, antes del comienzo de la pandemia, aún mostraban las secuelas de la crisis financiera global y de la crisis de deuda soberana europea de la pasada década. El elevado nivel de endeudamiento público con el que emergerá la economía española tras la pandemia puede generar diversos riesgos macrofinancieros y reducir los márgenes disponibles de actuación fiscal en caso de nuevas perturbaciones adversas en el futuro. Por ello, una vez superada la crisis, es preciso abordar un ambicioso plan de

---

94 Véase, por ejemplo, [Batini et al. \(2021\)](#).

95 Véase, por ejemplo, [Dikau y Volz \(2021\)](#).

corrección de los desequilibrios presupuestarios que permita reducir de forma sustancial el déficit y la deuda de las AAPP.

**Corregir el desequilibrio estructural que presentan las finanzas públicas exigirá un compromiso firme y un esfuerzo mantenido en el tiempo.** De acuerdo con las estimaciones del Banco de España, en 2020 el déficit estructural de las cuentas públicas españolas se habría incrementado en 1,5 pp aproximadamente, hasta el entorno del 4,5 % del PIB, retrocediendo así hasta los niveles observados en 2012<sup>96</sup>. Reducir este elevado déficit estructural, que se ha mostrado extraordinariamente persistente a lo largo de los últimos años, constituye un reto de enorme calado, que solo puede abordarse de forma gradual y en el marco de un programa de consolidación fiscal plurianual. Por ejemplo, si, una vez superada la crisis económica actual, se implementara un plan de saneamiento de las cuentas públicas que implicara una reducción del déficit estructural, hasta alcanzar el equilibrio presupuestario, de 0,5 pp del PIB cada año —que es el ritmo que marcan las reglas fiscales europeas, ahora en suspenso<sup>97</sup>—, la economía española tardaría algo más de una década en retornar a los niveles de deuda pública que mantenía antes del comienzo de la pandemia, bajo una serie de hipótesis plausibles (véase gráfico 2.14).

**Para reforzar la credibilidad del proceso de consolidación fiscal serían deseables una definición y una comunicación tempranas de sus principales detalles.** En el resto de este epígrafe se detallarán los aspectos más relevantes que habrían de acompañar o caracterizar a este plan de reequilibrio presupuestario<sup>98</sup>. Entre estos aspectos, destaca la conveniencia de que se realicen una definición y una comunicación tempranas de los principales detalles de dicho plan, aunque el comienzo de su implementación se retrase hasta que la recuperación económica en curso se haya afianzado. En particular, convendría que, sin demora, se estableciesen los objetivos presupuestarios que se desean alcanzar y los plazos, así como las principales medidas necesarias para su consecución y los instrumentos previstos para corregir potenciales desviaciones. Todo ello contribuiría a reforzar la credibilidad de las políticas económicas de nuestro país y permitiría potenciar los efectos expansivos de las actuaciones fiscales actuales.

**La efectividad y la credibilidad del plan de reequilibrio presupuestario también se verían potenciadas si este fuera acompañado de la implementación de un paquete ambicioso de reformas estructurales e involucrara a todas las AAPP.**

---

96 Conviene remarcar que estas estimaciones están sujetas a un elevado grado de incertidumbre, dada la enorme imprecisión con la que, por el momento, se puede medir el efecto de la crisis actual sobre el producto potencial de la economía.

97 Además, la regla de deuda prevé que la ratio entre esta variable y el PIB se reduzca anualmente en un veinteavo de su diferencia frente al valor de referencia del 60 %. Puesto que la ratio de deuda pública española alcanzó el 120 % del PIB en 2020, esa diferencia ascendería a 60 pp, de modo que, de acuerdo con esta regla europea, la ratio de deuda debería reducirse, en promedio, en unos 3 pp por año.

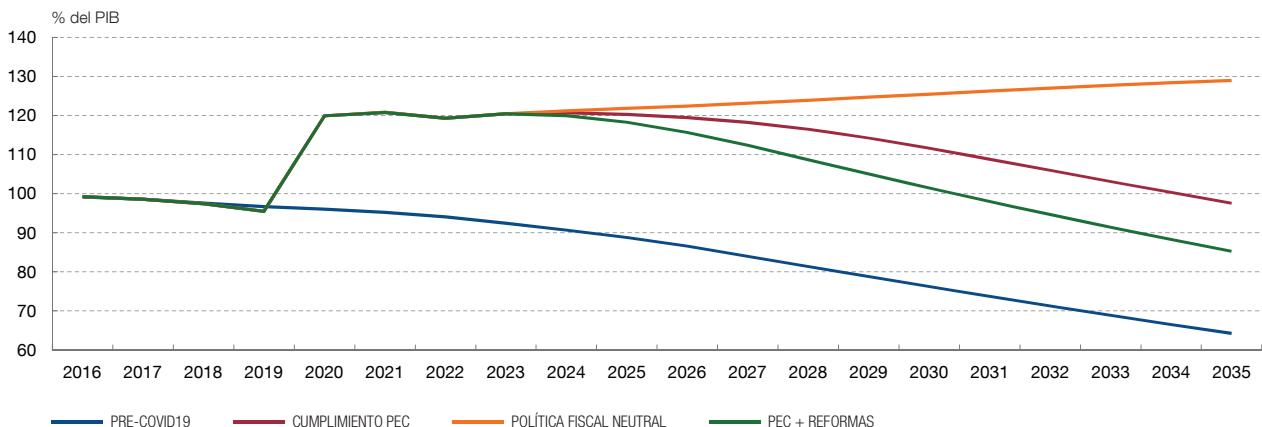
98 Véanse Banco de España (2020), Hernández de Cos (2020) y Hernández de Cos (2021a).

Gráfico 2.14

### SENDAS SIMULADAS DE LA DEUDA PÚBLICA EN EL ESCENARIO CENTRAL Y BAJO CIERTOS SUPUESTOS (a)

Si, una vez superada la crisis económica actual, se implementara un plan de saneamiento de las cuentas públicas que implicara una reducción del déficit estructural, hasta alcanzar el equilibrio presupuestario, de 0,5 pp del PIB cada año, la economía española tardaría algo más de una década en retornar a los niveles de deuda pública que mantenía antes del comienzo de la pandemia, bajo una serie de hipótesis plausibles. Este proceso de reequilibrio de las finanzas públicas se aceleraría si el programa de consolidación fiscal se acompañara de la implementación de un amplio paquete de reformas estructurales que incrementaran el potencial de crecimiento de la economía.

SENDAS SIMULADAS DE LA DEUDA PÚBLICA EN EL ESCENARIO CENTRAL Y BAJO CIERTOS SUPUESTOS (a)



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

a Basado en "Proyecciones macroeconómicas para la economía española (2021-2023)", recuadro 1, «Informe trimestral de la economía española», Boletín Económico, 1/2021, Banco de España, ajustado por el impacto de la SAREB en 2020.



Para mitigar los posibles efectos adversos que el programa de consolidación fiscal pudiera suponer sobre la senda de crecimiento de la economía, sería deseable que dicho programa se acompañara de la implementación de un amplio paquete de reformas estructurales, como las descritas en el epígrafe anterior y en el epígrafe 3.3. Estas reformas no solo aumentarían el potencial de crecimiento de la economía, sino que también permitirían acelerar el reequilibrio de las finanzas públicas al incrementar el tamaño de las principales bases impositivas (véase gráfico 2.14). Además, dado el elevado grado de descentralización en la estructura de las AAPP españolas —donde más del 40% de las responsabilidades de gasto público corresponden a las Administraciones Territoriales—, resulta imprescindible que cualquier estrategia de consolidación presupuestaria creíble vincule a todas las administraciones con competencias en el ámbito fiscal.

**La decisión sobre cómo distribuir el ajuste fiscal entre las distintas partidas presupuestarias debería estar basada en una revisión integral de todos los capítulos de gastos e ingresos públicos y en un análisis riguroso de las implicaciones que cualquier actuación fiscal presenta en términos de eficiencia económica y equidad.** La distribución del ajuste fiscal que nuestro país necesitará abordar en los próximos años entre las distintas partidas de ingresos y

gastos debe decidirse en el ámbito político. Es en esta esfera donde se pueden ponderar adecuadamente las preferencias del conjunto de la sociedad española sobre la estructura de las finanzas públicas, en general, y sobre el equilibrio que la política fiscal ha de mantener entre consideraciones de eficiencia económica y de equidad, en particular. En todo caso, la decisión sobre la composición concreta de este ajuste en las cuentas públicas requiere, con carácter previo, una revisión exhaustiva de todas las partidas presupuestarias, de forma que se evalúe rigurosamente en qué medida se están alcanzando los objetivos propuestos en cada una de ellas, se identifiquen carencias o áreas de mejora en relación con la calidad de las finanzas públicas —para lo que puede ser adecuado usar como referencia las mejores prácticas internacionales— y se analicen en profundidad las distintas implicaciones que cualquier intervención fiscal puede suponer tanto en términos de crecimiento económico como en términos redistributivos.

**Por el lado del gasto, es necesario priorizar los usos de los recursos públicos e incrementar su eficiencia.** Como ya se ha mencionado, algunos capítulos de gasto requerirán en los próximos años mayores dotaciones presupuestarias: por ejemplo, las partidas relacionadas con la sanidad, los cuidados de larga duración, las pensiones y la inversión pública en capital humano y en capital tecnológico. En este contexto, el proceso de reequilibrio de las finanzas públicas que debe acometerse en el medio plazo exigirá ser muy selectivo a la hora de comprometer cualquier aumento permanente del gasto, identificar qué políticas de gasto son prioritarias, valorar cuál es la efectividad de cada una de ellas para alcanzar sus objetivos, y analizar si existe margen de mejora para incrementar la eficiencia del gasto. En este sentido, los estudios que la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) ha realizado en los últimos años han puesto de manifiesto que es posible mejorar la eficiencia en algunos capítulos de gasto muy relevantes —como el gasto farmacéutico, las subvenciones o las políticas activas de empleo—. Sería deseable tener en cuenta estas recomendaciones en el proceso de revisión integral de las cuentas públicas<sup>99</sup>.

**Por el lado de los ingresos, sería conveniente abordar una revisión integral de nuestro sistema tributario para conseguir que la recaudación fiscal sea suficiente para financiar el nivel de gasto que se pretende acometer.** Los ajustes que el sistema tributario español requiere para incrementar su capacidad recaudatoria, ya sea a través de modificaciones en algunos impuestos ya existentes o mediante la introducción de nuevas figuras impositivas, han de abordarse necesariamente en el marco de un proceso integral de reforma de dicho sistema. Solo de esta manera es posible maximizar la eficiencia en la captación de los ingresos impositivos y minimizar las distorsiones que ello genera en la actividad económica. En este sentido, el Ministerio de Hacienda ha creado recientemente un comité de expertos para analizar en profundidad el sistema fiscal español.

---

<sup>99</sup> Véanse los distintos trabajos que forman parte de la [Spending Review](#) de la AIReF.

**De cara a una eventual reforma del sistema impositivo, es preciso analizar las razones de la menor recaudación impositiva en España en relación con otros países de nuestro entorno.** De acuerdo con los datos de Eurostat, en 2019 la recaudación impositiva en España alcanzó el 34,8% del PIB, 2 pp menos que en el promedio simple de los países de la UEM. La mayor parte de esta menor recaudación (1,8 pp) se debió a la inferior presión fiscal ejercida por la imposición indirecta en nuestro país. En particular, dentro de este conjunto de figuras impositivas destacó la menor recaudación por IVA, que se situó 1 pp por debajo de la media aritmética de los países de la UEM. En cuanto a la imposición directa, la recaudación por el impuesto sobre sociedades también resultó más reducida en nuestro país que en la UEM —0,9 pp menos—, mientras que la recaudación a través del impuesto sobre la renta de las personas físicas y de las cotizaciones sociales fue mayor en España que en el promedio del área del euro. Adicionalmente, resulta crucial analizar la importancia del fraude fiscal en estas diferencias, y estudiar sus causas y las medidas para paliar sus efectos negativos sobre la recaudación y la necesaria equidad impositiva.

**También será fundamental revisar con detalle los múltiples beneficios fiscales que contempla nuestro sistema tributario.** Como la AIReF ha señalado recientemente<sup>100</sup>, en este ámbito existe un amplio margen de mejora. En particular, estos beneficios no solo suponen una merma muy significativa de los ingresos públicos —en el promedio del período 2016-2019 representaron un gasto fiscal anual cercano al 5 % del PIB—, sino que, en algunos casos, ni siquiera están cumpliendo adecuadamente con los objetivos para los que fueron diseñados. A este respecto, la AIReF recomienda, entre otras medidas, la revisión de los tipos reducidos del IVA, la reformulación de la reducción por arrendamiento de vivienda en el IRPF y la reconsideración de los tipos reducidos en los impuestos especiales sobre el diésel.

**En algunos ámbitos concretos, es necesario que la imposición en España persiga un alto grado de coordinación internacional**<sup>101</sup>. En relación con la reciente introducción de nuevos impuestos sobre las transacciones financieras y sobre los servicios digitales<sup>102</sup> en nuestro país, sería deseable que el diseño y la calibración de estas figuras se establecieran de forma coordinada internacionalmente, para maximizar su efecto recaudatorio y evitar distorsiones competitivas o la deslocalización de las bases impositivas<sup>103</sup>. Este esfuerzo de coordinación internacional es siempre deseable en el ámbito de los impuestos sobre el capital y los beneficios empresariales, en los que, en ausencia de dicha coordinación, se pueden producir problemas significativos de traslación de las bases. También será particularmente necesario en materia de imposición medioambiental. Como se ha discutido en el epígrafe anterior,

---

100 Véase AIReF (2020b).

101 En este sentido, destaca el proyecto BEPS de la OCDE. Véase OCDE (2013).

102 Véanse Ley 5/2020, de 15 de octubre, del impuesto sobre las transacciones financieras, y Ley 4/2020, de 15 de octubre, del impuesto sobre determinados servicios digitales.

103 Véase, en este sentido, Consejo Europeo (2021).

este instrumento de política fiscal ha de desempeñar un papel fundamental en el futuro para impulsar la transición de la economía hacia un modelo de crecimiento más sostenible, y sería conveniente evitar se produjeran asimetrías importantes en su uso a nivel internacional que pudieran dificultar este proceso.

### 3.3 El reto de hacer el mejor uso posible del programa NGEU

#### 3.3.1 Las características del programa de España

**Para acceder a los recursos del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR), eje central del programa NGEU, cada Estado miembro debe presentar un plan de inversiones y de reformas que acometer antes de 2026.** El programa NGEU, dotado con 750 mm de euros, es el instrumento temporal puesto en marcha por la UE para impulsar la recuperación de los Estados miembros tras la pandemia. Como se expone en el recuadro 2.3, este instrumento ayudará temporalmente a suplir la falta de una capacidad de estabilización presupuestaria automática común y contribuirá a reducir la escasez relativa de activos seguros en euros. La definición y la ejecución de los planes nacionales serán evaluadas semestralmente por la Comisión Europea (CE). En esta evaluación se tendrán en cuenta, entre otros elementos, la alineación de los planes con unas prioridades comunes de la Unión y su contribución al cumplimiento de las recomendaciones específicas que la CE ha dirigido a cada país en los dos últimos años.

**El PRTR, aprobado el pasado 27 de abril, agrupa las líneas de actuación del NGEU en nuestro país en diez grandes áreas, denominadas «palancas».** Prevé que la inversión pública financiada con cargo al NGEU alcance, en el período 2021-2026, un volumen de 140 mm de euros, coincidente con la suma de los recursos totales que el programa pone a disposición de nuestro país en sus componentes de transferencias y préstamos. De conformidad con lo estipulado por la Comisión, las transferencias se movilizarán en la primera mitad de ese sexenio. De entre las diez palancas, el grueso de los recursos totales bajo el MRR será destinado a la inversión verde y a la digitalización —un 39 % y un 29 % del total, respectivamente—, proporciones que superan el mínimo estipulado a escala europea en los dos casos (véase gráfico 2.15). Entre los proyectos que se pretende emprender, destacan los que reciben la denominación de «proyectos estratégicos para la recuperación y la transformación económicas» (PERTE), figura con la que se quiere favorecer la ejecución de actuaciones de carácter estratégico con un importante potencial de arrastre para el resto de la economía, por lo que requieren que la iniciativa privada se complemente con la colaboración de las AAPP y centros de investigación.

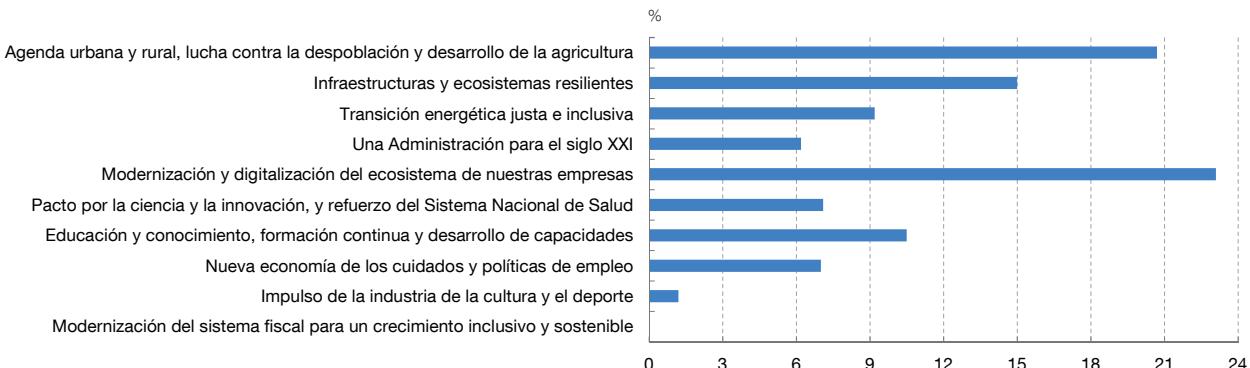
**En los Presupuestos Generales del Estado (PGE) de 2021 se han incluido inversiones por valor de 26.634 millones de euros a cargo de los fondos**

Gráfico 2.15

## LÍNEAS DE ACTUACIÓN DEL NGEU EN ESPAÑA, POR GRANDES ÁREAS

De entre las diez palancas, el grueso de los recursos totales bajo el MRR será destinado a la transformación verde y digital, un 39 % y un 29 % del total, respectivamente, proporciones que superan los mínimos estipulados a escala europea, y muy especialmente el segundo, que lo hace con creces.

PORCENTAJE SOBRE EL TOTAL DE LOS FONDOS



FUENTE: Gobierno de España.



**europeos.** De este total, 24.198 millones de euros corresponden al MRR y 2.436 millones de euros serán utilizados, en el marco del *Recovery Assistance for Cohesion and the Territories of Europe* (REACT-EU), para la realización de gasto sanitario, destinado, en concreto, a la adquisición de vacunas, al refuerzo de la atención primaria y a la renovación de tecnologías médicas<sup>104</sup>. Si se consideran conjuntamente los fondos del MRR y del REACT-EU, los capítulos presupuestarios que recibirán una proporción mayor de los recursos totales son industria y energía (21,1 %), I+D+i y digitalización (17,8 %), infraestructuras y ecosistemas resilientes (17,6 %), y sanidad (11,1 %). Por último, con respecto a las administraciones responsables de la ejecución del gasto, cabe mencionar que una parte de los recursos totales serán transferidos a las CCAA y a las entidades locales, que los gestionarán de forma directa (7.070 millones y 1.233 millones, respectivamente).

**El PRTR señala las reformas estructurales que se abordarán en los próximos años, entre las que destacan, por su relevancia, la del mercado laboral, la del sistema de pensiones y la del sistema tributario.** En el mercado laboral, el principal objetivo es reducir la dualidad, si bien también se señalan como objetivos fomentar la estabilidad en el empleo y modernizar las políticas activas, la formación profesional y el Sistema Nacional de Empleo. En relación con el sistema de pensiones, el PRTR recoge las principales recomendaciones planteadas por la Comisión del Pacto de Toledo el pasado mes de octubre y algunas medidas para las que, a falta de un mayor grado de detalle, resulta difícil

104 Ministerio de Hacienda (2020).



FUENTE: Banco de España.

valorar su impacto. En relación con el diseño del sistema fiscal, el PRTR recoge la creación de un comité de expertos que debe elevar conclusiones sobre una reforma integral de aquel, que sería deseable que no estuvieran condicionadas por algunas medidas tributarias de corto plazo planteadas en el PRTR. Por lo demás, en el ámbito medioambiental, el PRTR incorpora reformas de la Ley de Cambio Climático, la Estrategia Verde y el marco regulatorio del sector energético. Por último, otras actuaciones de calado se refieren a la nueva política de vivienda, la modernización del sistema judicial, y la reforma y la digitalización de la Administración Pública.

### 3.3.2 Algunas condiciones para la maximización de los efectos favorables de los programas de gasto recogidos en el PRTR

**La movilización plena de la capacidad de los programas de gasto del NGEU para transformar la economía española depende, en primer lugar, de una selección rigurosa de los proyectos de inversión y reforma.** El potencial del NGEU para impulsar el dinamismo de la economía española es elevado, pero su pleno aprovechamiento depende crucialmente del cumplimiento de determinadas condiciones (véase esquema 2.4). Como requisito previo, la potenciación de los

efectos de los programas de gasto requiere que los proyectos llevados a cabo sean objeto de una selección cuidadosa. En este sentido, es cierto que un diseño rápido y una ejecución temprana de los proyectos ayudarían a anticipar la recuperación tras la crisis. No obstante, puede ser conveniente dotarse de un cierto margen de tiempo, que permita una definición y una selección lo más precisas y rigurosas posible de las distintas iniciativas, de modo que se maximicen sus efectos positivos permanentes sobre el empleo y la actividad. Un análisis del impacto que tuvo sobre la actividad el gasto realizado a nivel regional entre los años 2000 y 2018 con cargo a los Fondos Europeos de Desarrollo Regional (FEDER) confirma que puede resultar deseable posponer parcialmente la realización del gasto si el plazo adicional es utilizado para seleccionar los proyectos más productivos<sup>105</sup>.

**El papel de la iniciativa privada es crucial en la vertiente de inversión del PRTR.** Las empresas no financieras deberán involucrarse tanto formulando proyectos como movilizando sus propias capacidades en términos de recursos financieros y humanos, lo que puede requerir la puesta en marcha de programas de formación de sus empleados. Además, el sistema financiero debe desempeñar un papel importante en la financiación del esfuerzo inversor privado.

**Maximizar la capacidad transformadora del NGEU requiere ejecutar la vertiente de reformas estructurales del PRTR de forma simultánea a los programas de gasto.** Algunos trabajos recientes encuentran evidencia de que, si simultáneamente se llevaran a cabo reformas que redujeran el grado de rigidez de los mercados de trabajo y de productos, los multiplicadores de medio plazo del gasto aumentarían de manera significativa. Esto se debe a que un marco regulatorio más eficiente facilitaría la reasignación de capital y de empleo entre empresas que requiere la ejecución de los proyectos<sup>106</sup>.

**El abanico de posibles reformas que permitirían potenciar el impacto de los programas de gasto es relativamente amplio.** En primer lugar, es necesario que la selección de los proyectos descance en un esquema apropiado de procedimientos públicos de contratación y sobre un diseño adecuado de las metodologías para la evaluación de las distintas iniciativas, así como sobre una adecuada capacitación del personal encargado de aplicarlas. En segundo lugar, para que el PRTR favorezca la adaptación de la economía ante los cambios estructurales que se están produciendo es deseable que las políticas públicas apoyen la necesaria reasignación de recursos. A su vez, ello requiere actuaciones en diversos ámbitos. Estos incluyen el establecimiento de un entorno institucional que facilite la salida ordenada de empresas del mercado y la entrada de nuevos competidores, y que elimine las trabas a la expansión de los ya existentes; una

---

105 Véanse Albrizio y Geli (2021) y Forte-Campos y Rojas (2021), ambas de próxima publicación.

106 Véase Albrizio y Geli (2021), de próxima publicación.

reformulación de las políticas activas de empleo (PAE) que permita la transición fluida de los trabajadores desde las ramas de actividad que pierdan peso en la economía hacia las que lo ganen, y un rediseño de los incentivos destinados a fomentar la inversión en I+D+i. En tercer lugar, los recursos del NGEU pueden ser utilizados para sufragar los costes que, para algunos agentes, conllevan a corto plazo determinadas reformas que elevan el bienestar colectivo. El resto de este epígrafe desarrolla las posibles actuaciones en estas áreas, orientadas directamente a la maximización de la capacidad de los programas de gasto acogidos al NGEU para elevar el producto potencial.

#### *Las posibles mejoras en el diseño de los concursos públicos*

**Un diseño deseable de esta herramienta de asignación de recursos públicos podría incluir el aligeramiento de los procedimientos administrativos y la definición de criterios homogéneos de selección de proyectos inspirada por las mejores prácticas internacionales.** Con la finalidad explícita de favorecer una puesta en marcha más ágil de los proyectos que se financiarán con los fondos europeos, el 31 de diciembre de 2020 se aprobaron un conjunto de medidas urgentes para la modernización de la Administración Pública y para la ejecución del PRTR (RDL 36/2020). Las medidas incluidas están encaminadas a simplificar los trámites administrativos y a incrementar la agilidad en la ejecución de los proyectos acogidos al PRTR. Este tipo de actuación es deseable en el caso español, dado que nuestro país destaca por ser una de las economías europeas en las que la resolución de los concursos públicos requiere plazos más dilatados (véase gráfico 2.16.1). En todo caso, la obtención plena de los beneficios que se derivan de la flexibilización de los requisitos formales requiere mantener el máximo rigor en la resolución de los concursos<sup>107</sup>. En este sentido, resulta crucial asegurar que todos los participantes en los concursos públicos pueden hacerlo en igualdad de condiciones, aspecto en el que España aparece tradicionalmente algo por debajo de los indicadores promedios europeos (véase gráfico 2.16.2)<sup>108</sup>. Una vía de mejora, que podría resultar particularmente relevante en un contexto en el que un número elevado de administraciones públicas tendrán responsabilidades en la realización de convocatorias, podría ser la elaboración de una guía, por parte del Estado, relativa a los criterios y las ponderaciones que podrían ser utilizados en la valoración de méritos<sup>109</sup>.

---

107 Véase *Bosio et al.* (2020).

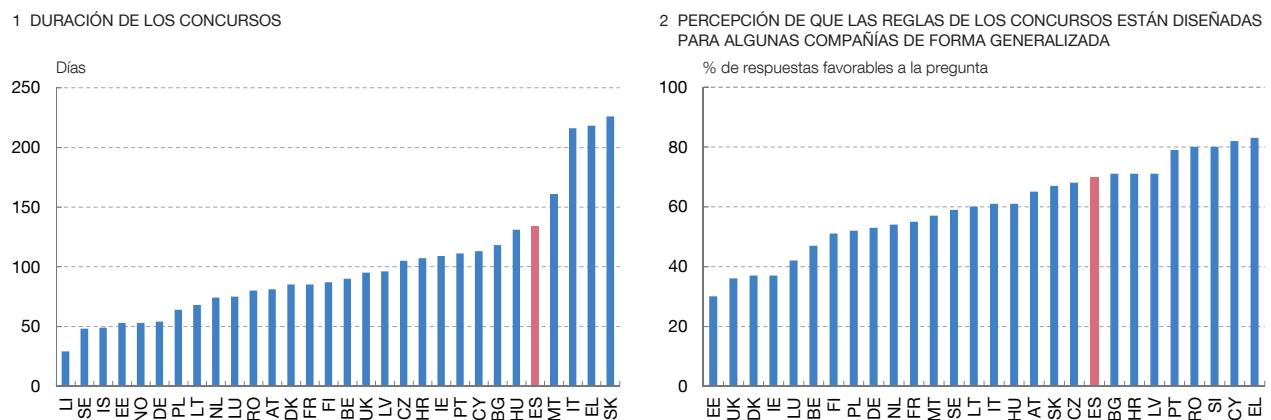
108 *Flash Eurobarómetro* (2019).

109 Alguna de las prescripciones sería de difícil aplicación práctica, en la medida en que podría interpretarse que privilegia a algunos concursantes frente a otros. No obstante, la literatura económica ofrece alguna guía acerca del diseño de esas directrices comunes. Por ejemplo, entre dos empresas solventes y de productividad similar, podría ser preferible financiar el proyecto de inversión de la que tenga mayores problemas de acceso a la financiación externa, pues, según algunos trabajos recientes, esto generaría un mayor multiplicador [véase Di Giovanni *et al.* (2021), de próxima publicación].

Gráfico 2.16

## LAS POSIBLES MEJORAS EN EL DISEÑO DE LOS CONCURSOS PÚBLICOS

Un diseño deseable de esta herramienta de asignación de recursos públicos podría incluir los tres ingredientes siguientes: un aligeramiento de los procedimientos administrativos, la definición de criterios homogéneos de selección de proyectos —inspirada por las mejores prácticas internacionales— y el reforzamiento de los mecanismos de control posterior.



**FUENTES:** Comisión Europea (*Single Market Scoreboard* y *Eurobarómetro*).



Además, parece oportuno complementar este diseño con el reforzamiento de los mecanismos de control *ex post* que permitan realizar un seguimiento estrecho de la ejecución de los contratos. Como complemento del papel fiscalizador que ejercen la Intervención General de la Administración del Estado (IGAE) y el Tribunal de Cuentas, tanto español como europeo, se podría habilitar un espacio público con datos homogéneos y transparentes. Este espacio contendría la información referente a los PERTE, concursos públicos, convenios y subvenciones de las AAPP en relación con el PRTR. El ejemplo del Registro de Concursos Públicos puede ser un buen punto de partida, aunque susceptible de algunas mejoras, dado que, en la actualidad, no tiene un carácter exhaustivo y la información proporcionada presenta algunas limitaciones a la hora de poder analizar rigurosamente la asignación de fondos. En este sentido, convendría recopilar información actualizada y de forma sistemática, de modo que incorporara un conjunto estándar de datos de todos los proyectos y que incluyera el objeto de la financiación, los criterios de selección y las características de las empresas que la han recibido, así como las de los competidores.

**Al objeto de favorecer la competencia, conviene que la información relativa a las convocatorias se difunda ampliamente, para favorecer, en particular, el acceso de las pymes.** La puesta en marcha de un proceso tan ambicioso como el NGEU comporta una elevada complejidad. Para muchas empresas (y, en particular, para las de menor tamaño), disponer rápidamente de toda la información existente puede resultar muy costoso. Por su parte, a las AAPP tampoco les

resulta fácil lograr que toda la información sea de fácil acceso. Hasta la fecha, distintos ministerios han puesto en marcha convocatorias con el fin de conocer el interés provisional de las empresas en relación con la presentación de proyectos que se puedan acoger al NGEU. En este sentido, la propuesta de creación de un portal único, recogida en el RDL 36/2020, debería ser una herramienta útil para facilitar el acceso al conjunto de la información y evitar una excesiva dispersión de fuentes.

**En este contexto, sería también útil explorar vías adicionales para ampliar el acceso a las convocatorias.** Es probable que algunos proyectos de inversión requieran cofinanciación, algo que parece oportuno, dado que implica la corresponsabilidad de las empresas privadas en la ejecución de los proyectos y permite aprovechar todas sus capacidades. Pero la posibilidad de que un porcentaje elevado de cofinanciación mínima requerida pueda reducir la concurrencia a los concursos merece un análisis especial. Esta consideración es especialmente relevante en un contexto en el que el incremento de deuda causado por la pandemia podría desincentivar la participación de algunas empresas, dadas las posibles dificultades para el acceso a financiación adicional. Por último, la participación en las convocatorias podría verse favorecida si los términos del concurso fueran formulados con la mayor precisión posible, para disipar las incertidumbres que puedan surgir acerca de los requisitos concretos.

#### *El impulso a la adaptación del tejido empresarial frente a los cambios estructurales*

**La pandemia podría incrementar el número de empresas inviables, cuya permanencia en el mercado durante un período dilatado puede dificultar la reasignación de crédito hacia negocios con mejores perspectivas.** Las empresas inviables (definidas como aquellas en las que el valor de su negocio es inferior al de liquidación de sus activos) pueden ver prolongadas sus actividades de forma artificial gracias a sucesivas renovaciones de su financiación crediticia, lo que resulta ineficiente desde el punto de vista agregado. En la literatura económica (en la que estas empresas son conocidas como *zombies*), existe amplia evidencia de que este fenómeno desincentiva la entrada de nuevas sociedades con proyectos de negocio viables, así como el crecimiento de otras ya existentes. Por tanto, entorpece la asignación eficiente de los recursos productivos, lo que se traduce en pérdidas de productividad y en menos inversión y menos creación de empleo<sup>110</sup>.

**La mejora de la eficiencia de los procedimientos de insolvencia ayudaría a que el número de empresas inviables se redujera de forma más rápida y ordenada.** Una liquidación ordenada de las empresas de esta naturaleza, que permitiera la reasignación de crédito y de factores productivos a proyectos de

---

110 Véanse Caballero *et al.* (2008), McGowan *et al.* (2018), Acharya *et al.* (2019) y Acharya *et al.* (2020).

inversión rentables, maximizaría los efectos favorables del programa NGEU. De ahí la importancia de mejorar la eficiencia de los procedimientos de los concursos de acreedores para facilitar la salida del mercado de las empresas inviables<sup>111</sup>.

**En España, existe margen para mejorar los procedimientos de concursos de acreedores.** Algunos ámbitos de mejora incluyen el alivio de la congestión de los juzgados de lo mercantil, la eliminación de la exoneración de las deudas públicas o el acortamiento de la duración del plan de pagos del deudor concursado. Durante la crisis financiera global, en España se acometieron numerosas reformas de la Ley Concursal<sup>112</sup>. Sin embargo, el uso de los concursos de acreedores y de los mecanismos preconcursales ha seguido siendo reducido, lo que evidencia su escaso atractivo para la mayoría de las empresas (véase el recuadro 3.3 del capítulo 3 de este Informe). La utilización de estos procedimientos es particularmente infrecuente entre las microempresas y los autónomos, que constituyen el grueso del tejido productivo español. Ello se debería principalmente a dos factores. El primero de ellos es la lentitud de los concursos de acreedores, ocasionada, al menos parcialmente, por la congestión de los juzgados de lo mercantil. El segundo factor es la dificultad de que las personas físicas obtengan una exoneración sustancial de deudas en los concursos. A su vez, esto obedece, en gran medida, a que el crédito público —que está constituido por deudas tributarias y cotizaciones a la Seguridad Social— no es eximible y habitualmente supone una proporción relevante del pasivo total de microempresas y autónomos<sup>113</sup>. Además, para beneficiarse de la exoneración parcial del resto de las deudas insatisfechas, el deudor ha de cumplir con un plan de pagos, cuya duración —cinco años— puede ser excesiva. No obstante, este último problema será resuelto cuando se transponga al ordenamiento jurídico español la directiva de la UE sobre insolvencia, que reduce el plan de pagos a un máximo de tres años<sup>114</sup>.

**Los trámites regulatorios que se exigen para desarrollar una actividad empresarial en España son numerosos.** Según el Módulo de Opinión sobre Entorno Empresarial del INE, la regulación económica es, de entre una lista de doce, el tercer factor que, según las empresas, más afectaba a su capacidad de crecimiento en 2019. Los dos primeros puestos los ocupan la demanda de sus productos y el entorno macroeconómico, y está por delante de la fiscalidad, la eficiencia del mercado de trabajo o la morosidad. Por otro lado, la posición de España en diferentes *rankings* internacionales del volumen de carga regulatoria es bastante desfavorable. Por ejemplo, en el indicador de competitividad del *Global Competitiveness Report*, España se sitúa, en este apartado, en el puesto 114 de un total de 141 países<sup>115</sup>. Este resultado refleja, en buena medida, el creciente número de regulaciones a nivel

111 Véanse Andrews y Petroulakis (2019) y McGowan *et al.* (2017).

112 Para una descripción de estas reformas, véase García-Posada y Vegas (2018).

113 Véase García-Posada (2020).

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

115 World Economic Forum (2019).

estatal y regional, y su elevado grado de complejidad según diferentes indicadores utilizados en la literatura<sup>116</sup>.

**La Ley de Garantía de Unidad de Mercado (LGUM), dirigida a mejorar la regulación de numerosos mercados de bienes y servicios, ha tenido, hasta el momento, efectos relativamente limitados.** Una sentencia reciente del Tribunal Constitucional declaró la nulidad del principio de eficacia en todo el territorio nacional de las actuaciones administrativas de una comunidad autónoma. A pesar de ello, la ley ha seguido proporcionando un marco que, en líneas generales, favorece una regulación administrativa adecuada. Para lograrlo, se utilizan los principios de necesidad y de proporcionalidad —relativos a la definición de una razón imperiosa de interés general—, y la garantía de que no se genere un exceso de regulación. Sin embargo, los mecanismos de protección de los operadores económicos habilitados para interponer quejas al respecto de estos principios han sido poco utilizados hasta la fecha<sup>117</sup>. En concreto, en siete años se han emitido 418 resoluciones (véase gráfico 2.17.1) concentradas en ciertas actividades profesionales, educativas y de comercio (véase gráfico 2.17.2).

**La cooperación entre distintas administraciones públicas se puede articular en el seno de las denominadas «comisiones sectoriales».** Estas estructuras, que tienen como finalidad la cooperación y el intercambio de información entre la Administración General del Estado y las CCAA en distintos ámbitos específicos de actuación, pueden ser el vehículo adecuado para la adopción consensuada de buenas prácticas. A estos efectos, sería de utilidad reforzar la acción de las comisiones sectoriales con la creación de órganos consultores independientes expertos en la materia que corresponda que ayudaran a identificar esas mejores prácticas y a construir consensos. Con posterioridad, estos acuerdos podrían tener una traslación legislativa, para lo que podría hacerse uso del mecanismo de leyes de armonización previsto en el artículo 150.3 de la Constitución, que requiere la ratificación de las dos cámaras de las Cortes.

#### *La reformulación de las políticas activas de empleo*

**La efectividad de las PAE depende en gran medida de su diseño y de la composición de los recursos empleados.** Las PAE están llamadas a tener un elevado protagonismo ante los posibles desajustes entre la oferta y la demanda de empleo que puedan causar la pandemia y las transformaciones estructurales derivadas. En este sentido, conviene tener presente que la composición del gasto en PAE difiere notablemente por países. Algunos (como, por ejemplo, Alemania y Francia) priorizan la formación de los parados y el reforzamiento del papel de los

---

116 Véase De Lucio y Mora-Sanguinetti (2021).

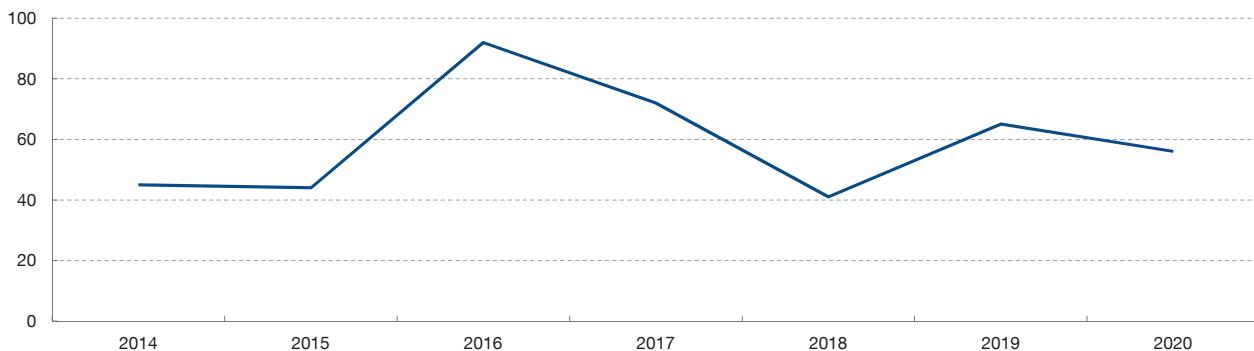
117 Véase Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, casos resueltos.

## Gráfico 2.17

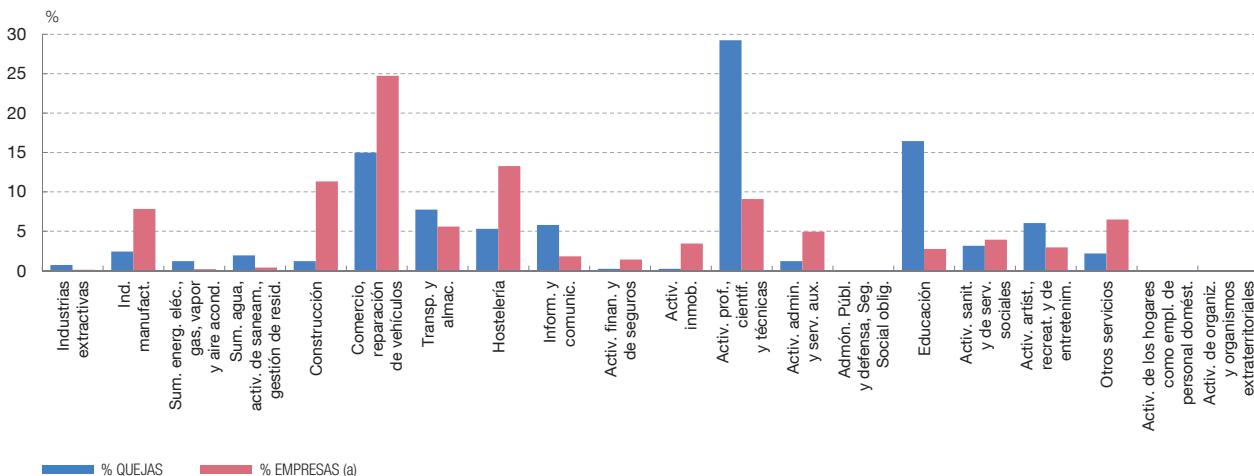
### LA LEY DE GARANTÍA DE UNIDAD DE MERCADO, DIRIGIDA A MEJORAR LA REGULACIÓN DE NUMEROSOS MERCADOS, HA TENIDO EFECTOS LIMITADOS HASTA LA FECHA

Los mecanismos de protección de los operadores económicos habilitados para interponer quejas al respecto de estos principios de necesidad y proporcionalidad han sido poco utilizados hasta la fecha. Sería de utilidad reforzar la acción de las comisiones sectoriales con la creación de órganos consultores independientes con credenciales en la materia y trasladar los acuerdos a la legislación a partir de leyes de armonización.

#### 1 RESOLUCIONES POR AÑO



#### 2 QUEJAS DE EMPRESAS Y NÚMERO DE EMPRESAS, POR SECTOR DE ACTIVIDAD



**FUENTES:** Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, e Instituto Nacional de Estadística (DIRCE).

a. Todas las empresas activas que tienen al menos un trabajador a 1 de enero de 2020.



servicios públicos de empleo en el emparejamiento de oferentes y demandantes, mientras que otros (como España) ponen el énfasis en la concesión de incentivos a la contratación y al empleo autónomo. En concreto, en nuestro país la mayor parte de estos incentivos se materializan a través de bonificaciones generalizadas de las cotizaciones a la Seguridad Social, instrumento cuya efectividad, de acuerdo con la evidencia disponible, parece ser limitada, porque la subvención se traslada al salario sin apenas afectar el empleo<sup>118</sup>. Esta circunstancia fue

118 Véanse, por ejemplo, Gruber (1997), Anderson y Meyer (2000), Cruces *et al.* (2010) o Korkeamaki y Uusitalo (2009).

corroborada por la AIReF en el marco de su análisis del gasto público (*Spending Review*)<sup>119</sup>.

**Una vía para mejorar la efectividad de las PAE es su diferenciación por categorías de trabajadores.** La base de esta diferenciación es la combinación, en distintos grados, de los tres ingredientes mencionados: las subvenciones a las nuevas contrataciones, la orientación en la búsqueda de empleo y la formación dirigida a desempleados. Varios estudios han mostrado que los únicos grupos de población para los que son efectivos los incentivos a la contratación son los jóvenes y las personas con salarios próximos al mínimo legal<sup>120</sup>. Sin embargo, en el caso de los trabajadores con escasa formación, los programas de orientación y de asistencia en la búsqueda de trabajo suelen tener mayores efectos positivos. Por otro lado, los programas de formación serían particularmente beneficiosos para los parados de larga duración<sup>121</sup>. Finalmente, en la población cercana a la edad de retiro, la experiencia de otros países europeos sugiere que los programas de jubilación parcial, combinados con formación en la empresa, ayudan a prolongar la situación de empleo incluso más allá de la edad legal de jubilación<sup>122</sup>. La aplicación de técnicas de tratamiento de datos permitiría ir un paso más allá, porque conduciría a la definición de perfiles estadísticos, cuya utilidad residiría en proporcionar la posibilidad de dar orientación y formación individualizadas a cada desempleado.

**Existen algunas barreras a la oferta de centros de formación no reglada que convendría revisar.** Entre las quejas interpuestas en el marco de la defensa de la LGUM, comentado en el apartado anterior, han destacado las relacionadas con la exigencia de requisitos excesivos para que los centros de formación de empleo puedan desarrollar su actividad, en particular, en lo que se refiere a las obligaciones de inscripción en el correspondiente registro de la comunidad autónoma o de apertura de oficinas físicas en el territorio. Estos requisitos pueden suponer una barrera para el desarrollo de la formación *online*, lo que parece poco deseable en las circunstancias actuales, pues esta modalidad se presta con facilidad a la absorción de los posibles incrementos de la demanda de este tipo de servicios formativos y permite acomodar mejor la flexibilidad horaria demandada por los asistentes.

#### *El diseño de las políticas de I+D+i*

**El diseño de las políticas que incentivan la inversión en I+D+i es un elemento muy relevante para la mejora del bienestar a medio y largo plazo.** Como se ha desarrollado en el epígrafe 2.2, los aumentos sostenidos del producto per cápita

119 AIReF (2019).

120 Véanse Sáez *et al.* (2019) y Kramarz y Philippon (2001).

121 Estos dos últimos hechos se referencian en Card *et al.* (2018).

122 Véase Picchio y Van Ours (2013).

normalmente descansan en la mejora de los niveles de productividad de la economía. Además, tras la pandemia, es concebible que se intensifique el proceso —que ya estaba en marcha con anterioridad— de aumento del peso en la economía de las actividades de elevado contenido tecnológico. Estos argumentos justifican la importancia que el PRTR otorga a las actuaciones orientadas al impulso de la inversión en I+D+i, a las que se destinará el 18 % del total de los recursos del programa NGEU.

**Los diversos instrumentos de apoyo al gasto en I+D+i presentan un grado de efectividad heterogéneo.** Las herramientas para incentivar la inversión en I+D+i incluyen los incentivos fiscales, las transferencias directas y los avales públicos a la financiación recibida por las empresas. Esta diversidad aconseja que las decisiones se sustenten en un análisis riguroso de las distintas opciones. A este respecto, el correspondiente *Spending Review* de la AIReF constituye un buen punto de partida<sup>123</sup>.

**En este ámbito, resulta especialmente útil el estudio de las mejores prácticas internacionales y de la viabilidad de su traslación a los mecanismos institucionales y, en particular, al sistema fiscal de nuestro país.** Entre los países de la OCDE, el diseño de estas políticas presenta notables diferencias (véase gráfico 2.18.1), aunque un rasgo bastante generalizado es que, en la última década, se ha observado una tendencia a la reducción del peso de las transferencias directas a los agentes que desarrollan la actividad innovadora en beneficio de los incentivos fiscales. Esta evolución ha venido acompañada de ajustes en la configuración de estos últimos para mejorar su efectividad<sup>124</sup>.

**El diseño de los incentivos fiscales a la I+D+i debe evitar que se favorezca desproporcionadamente a las empresas consolidadas de mayor dimensión y con beneficios elevados.** Estos incentivos se instrumentan habitualmente a través de reducciones en la base o deducciones en la cuota del impuesto sobre sociedades, por lo que solo pueden beneficiarse de ellas las empresas cuya cuota y/o base del impuesto sean positivas. Frecuentemente, las pequeñas empresas innovadoras de nueva creación no cumplen este requisito, por lo que no tienen acceso a los incentivos, a pesar de que pueden ser las que presenten necesidades más claras, dadas sus habituales dificultades para acceder a la financiación externa. Además, suelen ser empresas de esta naturaleza las que tienen proyectos innovadores, que, aunque son más arriesgados, dan lugar a transformaciones más radicales, con la capacidad potencial de comportar un mayor retorno social. Estas empresas contrastan con las de mayor dimensión y mayor arraigo en el mercado, cuyas innovaciones suelen ser, con frecuencia, de carácter incremental<sup>125</sup>.

---

123 Véase AIReF (2020c).

124 Véase OCDE (2020).

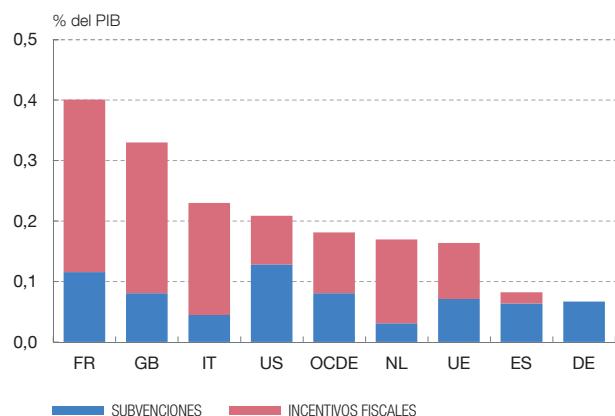
125 Véase Akcigit *et al.* (2019).

Gráfico 2.18

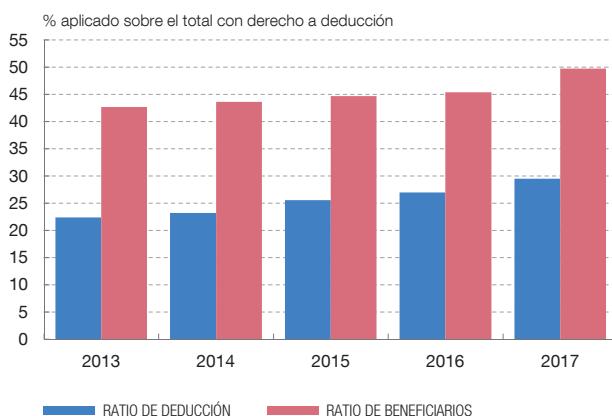
### MEJORAS DEL DISEÑO DE LAS POLÍTICAS QUE INCENTIVAN LA INVERSIÓN EN I + D + i

Algunas características de los incentivos fiscales a la I + D + i en España son susceptibles de mejora. Por su parte, las transferencias directas deberían dirigirse, con la ayuda de empresas de capital riesgo, a los proyectos más eficientes en investigación básica e investigación aplicada realizados por *startups* y empresas jóvenes con dificultades de acceso a la financiación externa.

1 APOYO FISCAL A LA I + D + i EMPRESARIAL EN 2018



2 BENEFICIOS FISCALES EN ESPAÑA, 2013-2017



FUENTES: OCDE, R&D Tax Incentive Database, Agencia Tributaria, y Almunia y López-Rodríguez (2021).



**Algunas características de los incentivos fiscales a la I + D + i en España son susceptibles de mejora.** En el impuesto sobre sociedades de nuestro país, el diseño actual de estos incentivos presenta, en parte, el problema que se acaba de describir, ya que, en las empresas que no tienen cuota tributaria, las ayudas solo son aplicables de forma parcial. Además, en su configuración actual, el recurso a estos incentivos impone requisitos administrativos elevados. Por último, determinados tipos de gasto en I + D + i están excluidos de este tipo de incentivos. En concreto, de acuerdo con la Encuesta de Innovación en las Empresas, solamente una tercera parte del gasto que las sociedades de nuestro país realizan en estos capítulos sería elegible (véase gráfico 2.18.2)<sup>126</sup>.

**Por su parte, los retornos de las transferencias directas son mayores cuando se destinan, bien a proyectos de investigación básica, o bien a proyectos de investigación aplicada realizados por *startups* y empresas jóvenes con dificultades de acceso a la financiación externa.** La literatura muestra el retorno elevado del apoyo público directo otorgado, en forma de transferencias, a las actividades de investigación básica cuyo objetivo es la adquisición de nuevos conocimientos científicos, sin que exista la pretensión de extraer de ellos una aplicación comercializable de forma inmediata<sup>127</sup>. Esta característica hace que, en ausencia de ayudas públicas, el nivel de desarrollo de este tipo de actividades de

126 Véase Almunia y López-Rodríguez (2021).

127 Véase Akcigit *et al.* (2019).

investigación sea inferior al deseable. Por otro lado, la evidencia disponible pone de manifiesto que el impacto de las subvenciones directas al desarrollo de proyectos innovadores de investigación aplicada, que sí persiguen la comercialización de sus resultados en el corto plazo, es más acusado cuando las empresas beneficiarias son de nueva creación y de pequeño tamaño, y, además, experimentan restricciones financieras debido al perfil de riesgo de sus proyectos<sup>128</sup>.

**A la hora de seleccionar los proyectos merecedores de ayudas, las AAPP pueden beneficiarse de las competencias específicas de algunos agentes privados.** El principal problema al que se enfrentan las autoridades a la hora de diseñar un programa de transferencias directas a actividades innovadoras es la definición de los criterios de selección, dada su información limitada acerca de los proyectos empresariales que constituyen el universo de posibles beneficiarios. De acuerdo con la experiencia internacional, las empresas de capital riesgo podrían estar en condiciones más favorables de asignar de forma eficiente los recursos a las empresas innovadoras en sus etapas iniciales. En reconocimiento a ello, en España existe ya un tratamiento fiscal favorable para este tipo de empresas, que además reciben financiación pública del ICO<sup>129</sup>. No obstante, convendría explorar la posibilidad de explotar en mayor medida este canal, dadas las externalidades que generan los proyectos innovadores financiados por empresas de capital riesgo.

#### *La utilización del NGEU para financiar reformas estructurales*

**Los recursos del programa NGEU pueden utilizarse para facilitar la aprobación de reformas estructurales que entrañan ciertos costes para algunos agentes en el corto plazo.** Las posibilidades de que se aprueben algunos cambios legislativos, cuyos beneficios solo se hacen palpables transcurrido cierto tiempo, podrían aumentar si se compensa a los grupos perjudicados de forma transitoria.

**La creación de un fondo de capitalización para cada asalariado que financie una parte de la indemnización en caso de despido puede constituir un ejemplo de reforma deseable para el conjunto de la economía, pero costosa para algunos agentes a corto plazo.** La elevada brecha existente en España entre los costes de extinción de un contrato indefinido y uno temporal —mucho más altos en el primer caso, especialmente cuanto mayor sea la antigüedad en la empresa— provoca que las reducciones de empleo recaigan desproporcionadamente sobre los trabajadores temporales. Para mitigar este problema de excesiva dualidad en el grado de protección de los distintos trabajadores, según su tipo de contrato, la reforma laboral de 2010 propuso la creación de un fondo individual de capitalización

---

128 Véanse Howell (2017), González *et al.* (2005) y Bronzini y Iachini (2014).

129 Véanse OCDE (2015), Akcigit y Stantcheva (2020) y OCDE (2021).

que sería dotado con una cuantía equivalente a un determinado número de días de salario por año de servicio. Ese importe sería deducido de la indemnización que debería abonar el empleador en caso de despido<sup>130</sup>. El trabajador recuperaría el importe acumulado en el fondo no solo en caso de ser despedido, sino también si accediera a un nuevo puesto de trabajo que conllevara movilidad geográfica, si decidiera destinarlo al abono del coste de programas de formación o bien a la jubilación. Además, si cambiara a un empleo en otra empresa sin movilidad geográfica, el trabajador se llevaría consigo el saldo de su cuenta en el fondo. Entre los méritos de este esquema, cabe destacar un mejor alineamiento entre las decisiones de despido de la empresa y la productividad individual de cada empleado, ya que se reducen las diferencias en la cuantía de la indemnización pagada por la empresa, en el momento del despido, en función del tipo de contrato o de la antigüedad del trabajador<sup>131</sup>.

**Los recursos del programa NGEU podrían ser utilizados para mitigar parcialmente el sobrecoste que tendrían que sufragar las empresas durante la transición hacia el nuevo esquema, dado que se mantendrían los derechos de indemnización de los contratos vigentes.** Si el nuevo esquema fuera financiado a partir de cotizaciones de las empresas en línea con el diseño que se conoce comúnmente como «fondo austriaco», las compañías habrían de afrontar un sobrecoste en los primeros años de vigencia del sistema, ya que tendrían que abonar, simultáneamente, las nuevas cotizaciones y las indemnizaciones por despido acumuladas bajo el esquema previo a la introducción de este mecanismo. El recuadro 2.4 plantea, a modo de ejemplo, una fórmula para abordar estos costes de transición, de modo que las cuantías que el conjunto de los trabajadores percibiría en términos agregados en el largo plazo no cambien con respecto al sistema actual. Para ello, se contempla la posibilidad de que, durante los primeros años tras la introducción del nuevo esquema, las AAPP sufraguen los costes de transición a través de la subvención de una fracción decreciente de estos. La utilización de parte de los recursos procedentes del NGEU permitiría dotar al mecanismo de los recursos necesarios para su puesta en marcha inicial. Un uso de los fondos de este programa europeo para este fin estaría en línea con las condiciones establecidas en el reglamento de la CE, que indica que las reformas financiables con fondos del NGEU deben ayudar a potenciar el crecimiento o a mejorar la sostenibilidad económica o medioambiental. En dicho reglamento se citan expresamente, como ejemplos admisibles, las reformas en el sistema de pensiones o en el mercado de trabajo<sup>132</sup>.

---

130 Disposición adicional décima del [RDL 35/2010](#).

131 Como se desarrolla en el recuadro 2.4, las empresas pueden estar más dispuestas a contratar a nuevos trabajadores si saben de antemano que, ante una situación de crisis, los eventuales despidos no conllevarían un desembolso tan elevado en un momento de especial dificultad económica o financiera, ya que los pagos se habrían ido haciendo con anterioridad. Desde la óptica de los trabajadores, dado que no pierden los derechos acumulados al abandonar la empresa por acceder a un nuevo empleo o a programas de formación, se eliminan los desincentivos actuales a la movilidad laboral.

132 Véase [Comisión Europea](#) (2020b).

## BIBLIOGRAFÍA

Abramitzky, R., y V. Lavy (2014). «How responsive is investment in schooling to changes in redistributive policies and in returns?», *Econometrica*, 82(4), pp. 1241-1272.

Acemoglu, D., y P. Restrepo (2018). «The race between man and machine: implications of technology for growth, factor shares and employment», *American Economic Review*, vol. 108, n.º 6, pp. 1488-1542.

Acharya, V., M. Crosignani, T. Eisert y C. Eufinger (2020). *Zombie credit and (dis)inflation: evidence from Europe*, Working Paper, 27158, NBER.

Acharya, V., T. Eisert, C. Eufinger y C. Hirsch (2019). «Whatever it takes: the real effects of unconventional monetary policy», *The Review of Financial Studies*, vol. 32, pp. 3366-3411, Oxford Academic.

AIReF (2020a). «Actualización de previsiones demográficas y de gasto en pensiones», *Documento Técnico 1/20*.

AIReF (2020b). *Evaluación del gasto público 2019. Estudio beneficios fiscales*.

AIReF (2020c). *Beneficio fiscal: deducción por I+D+I en el impuesto sobre sociedades*, Spending Review, Fase II, Estudio de Beneficios Fiscales.

AIReF (2019). *Tercer estudio del Spending Review: Programa de políticas activas de empleo*, nota de prensa, noviembre.

Akcigit, U., y S. Stantcheva (2020). «Taxation and innovation: what do we know?», NBER Innovation and Public Policy, editado por Austan Goolsbee y Ben Jones, University of Chicago Press.

Akcigit, U., D. Hanley y S. Stantcheva (2019). *Optimal Taxation and R&D Policies*, Working paper, n.º 22908, NBER.

Akcigit, U., D. Hanley y N. Serrano-Velarde (2019). «Back to basics: basic research spillovers, innovation policy and growth», *Review of Economic Studies*, vol. 88, n.º 1, pp. 1-43.

Albert, C., A. Cagges y B. González (2020). *The short- and long-run employment impact of COVID-19 through the effects of real and financial shocks on new firms*, Documentos de Trabajo, n.º 2039, Banco de España.

Albrizio, S., A. Buesa, M. Roth y F. Viani (2021). *The real effects of trade uncertainty*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

Albrizio, S., y J. F. Geli (2021). *Scaling up NGEU: institutions matter (a lot)*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación

Alesina, A., y D. Rodrik (1994). «Distributive politics and economic growth», *Quarterly Journal of Economics*, 109(2), pp. 465-490.

Almunia, M., y D. López-Rodríguez (2021). «The effectiveness of fiscal incentives for business R&D in Spain», mimeo.

Andersen, A. L., E. T. Hansen, N. Johannessen y A. Sheridan (2020). «Consumer responses to the COVID-19 crisis: evidence from bank account transaction data», *Covid Economics*, 7, pp. 88-114.

Anderson, P., y B. D. Meyer (2000). «The effects of the unemployment insurance payroll tax on wages, employment, claims and denials», *Journal of Public Economics*, vol. 78, pp. 81-106.

Andrews, D., y F. Petroulakis (2019). *Breaking the shackles: Zombie firms, weak banks and depressed restructuring in Europe*, Working paper, n.º 2240, Banco Central Europeo.

Anghel, B., y A. Lacuesta (2021). «El potencial del teletrabajo», *La COVID-19, el teletrabajo y el futuro de las ciudades*, IEB report 1/2021.

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

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

Anghel, B., H. Basso, O. Bover, J. M. Casado, L. Hospido, M. Izquierdo, I. A. Kataryniuk, A. Lacuesta, J. M. Montero y E. Vozmediano (2018). «Income, consumption and wealth inequality in Spain», *SERIEs*, 9, pp. 351-387.

Anzoategui, D., D. Comín, M. Gertler y J. Martínez (2019). «Endogenous technology adoption and R&D as sources of business cycle persistence», *American Economic Journal of Macroeconomics*, vol. 11, n.º 3, pp. 67-110.

Aparicio-Fenoll, A. (2016). «Returns to education and educational outcomes: the case of the Spanish housing boom», *Journal of Human Capital*, 10(2), pp. 235-265.

Arellano, M., S. Bonhomme, M. de Vera, L. Hospido y S. Wei (2021). «Income risk inequality: evidence from Spanish administrative records», mimeo.

Avendano, M., A. R. Aro y J. Mackenbach (2005). «Socio-economic disparities in physical health in 10 European countries», en A. Börsch-Supan, A. Brugiavini, H. Jürges, J. Avram, S. H. Levy y H. Sutherland (2014), «Income redistribution in the European Union», *IZA Journal of Labor Studies*, 3(22).

Avram, S., H. Levy y H. Sutherland (2014). «Income redistribution in the European Union», *IZA Journal of European Labor Studies*, 3(22), pp. 1-29.

Ayala, L., y O. Cantó (2020). *The redistributive effects of social benefits and taxes: a review of the current situation*, Social Observatory «la Caixa», Fundación «La Caixa».

Baker, S. R., R. A. Farrokhnia, S. Meyer, M. Pagel y C. Yannelis (2020). *How does household spending respond to an epidemic? Consumption during the 2020 COVID-19 pandemic*, Working Paper, 26949, NBER.

Baker, M. (2013). «Industrial actions in schools: strikes and student achievement», *Canadian Journal of Economics*, vol. 46, n.º 3, pp. 1014-1036, agosto.

Banco de España (2020). «El desarrollo global de la crisis del COVID-19», epígrafe 2, *Informe Anual 2019*.

Banco de España (2019a). «Consecuencias económicas de los cambios demográficos», capítulo 4, *Informe Anual 2018*.

Banco de España (2019b). «La desigualdad de las rentas salariales y totales en la recuperación económica», recuadro 1.4, *Informe Anual 2018*.

Banco de España (2016). *Informe Anual 2015*.

Banco de España (2015). «Crecimiento y reasignación de recursos de la economía española», capítulo 3, *Informe Anual 2014*.

Banks, J., H. Karjalainen y C. Propper (2020). *Recessions and health: the long-term health consequences of responses to the coronavirus*, IFS Briefing Note BN281, Institute for Fiscal Studies.

Barrero, J. M., N. Bloom y S. Davis (2020). *Why working from home will stick*, Working Paper 2020-174, Becker Friedman Institute.

Barro, R. J., J. Ursúa y J. Weng (2020). *The Coronavirus and the Great Influenza Pandemic: Lessons from the 'Spanish Flu' for the Coronavirus's Potential Effects on Mortality and Economic Activity*, Working Paper núm. 26866, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.

Batini, N., M. di Serio, M. Fragetta, G. Melina y A. Waldron (2021). *Building Back Better: How Big Are Green Spending Multipliers?*, Working Paper n.º 2021/087, Fondo Monetario Internacional.

Benedetti-Fasil, C., P. Sedláček y V. Sterk (2020). *EU start-up calculator: impact of COVID-19 on aggregate employment*, JRC Technical Report, European Commission.

Bessen, J. (2020). «Automation and jobs: When technology boosts employment», *Economic Policy*, vol. 34, n.º 100, pp. 589-626.

Blanas, S., G. Gancia y S. Y. T. Lee (2020) «Who is afraid of machines?», *Economic Policy*, vol. 34, n.º 100, pp. 627-690.

Blanchard, O., y L. Summers (1986). «Hysteresis and the European unemployment problem», *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 1. pp. 15-90.

Blanco, R., S. Mayordomo, Á. Menéndez y M. Mulino (2020). «El impacto de la crisis del Covid-19 sobre la situación financiera de las empresas no financieras en 2020: evidencia basada en la Central de Balances», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.

Blinder, A., y J. Rudd (2013). «The Supply-Shock Explanation of the Great Stagflation Revisited», *The Great Inflation: The Rebirth of Modern Central Banking*, pp. 119-175, National Bureau of Economic Research, Inc., University of Chicago Press, Cambridge, Massachusetts, junio.

Bloom, N., P. Bunn, P. Mizen, P. Smietanka y G. Thwaites, (2021). «The impact of COVID-19 on productivity», VoxEU.

Bodnár, K., J. Le Roux, P. López-García y B. Szörfi (2020). «The impact of COVID-19 on potential output in the euro area», *Economic Bulletin*, n.º 7/20, Banco Central Europeo.

Bonhomme, S., y L. Hospido (2016). «The cycle of earnings inequality: evidence from Spanish social security data», *Economic Journal*, 127(603), pp. 1244-1278.

Börsch-Supan, A. (2020a). *Survey of Health, Ageing and Retirement in Europe (SHARE) Wave 6*, Release version: 7.1.0, SHARE-ERIC, Data set, DOI: 10.6103/SHARE.w6.710.

Börsch-Supan, A. (2020b). *Survey of Health, Ageing and Retirement in Europe (SHARE) Wave 8. COVID-19 Survey 1*, Release version: 0.0.1. beta, SHARE-ERIC, Data set, DOI: 10.6103/SHARE.w8cabeta.001.

Bosio, E., S. Djankov, E. L. Glaeser y A. Shleifer (2020). *Public procurement in law and practice*, NBER Working Paper, 27188.

Bounie, D., Y. Camara y J. W. Galbraith (2020). «The COVID-19 containment seen through French consumer transaction data: expenditures, mobility and online substitution», VoxEU CEPR Policy Portal, 26, mayo.

Bover, O., N. Fabra, S. García-Uribe, A. Lacuesta y R. Ramos (2020). *Firms and households during the pandemic: what do we learn from their electricity consumption?*, Documentos Ocasionales, n.º 2031, Banco de España.

Bronzini, R., y E. Iachini (2014). «Are incentives for R&D effective? Evidence from a regression discontinuity approach», *American Economic Journal: Economic Policy*, vol. 6, n.º 4, pp. 100-134.

Caballero, R., T. Hoshi y A. Kashyap (2008). «Zombie lending and depressed restructuring in Japan», *American Economic Review*, vol. 98, n.º 5, pp. 1943-1977.

Card, D., J. Kluve y A. Weber (2018). «What works? A meta analysis of recent active labor market program evaluations», *Journal of the European Economic Association*, vol. 16, pp. 894-931.

Carvalho, V., J. R. García, S. Hansen, A. Ortiz, T. Rodrigo, J. V. Rodríguez Mora y P. Ruiz (2020). *Tracking the COVID-19 crisis through the lens of 1.4 billion transactions*, VoxEU CEPR Policy Portal, 27 de abril.

Caselli, M., A. Fracasso y S. Traverso (2020). «Mitigation of risks of COVID-19 contagion and robotisation: evidence from Italy», *Covid Economics*, CEPR Press, vol. 17, pp. 174-188.

Cavallo, A. (2020). *Inflation with COVID consumption baskets*, Working Paper, 27352, NBER.

Cerra, V., A. Fatás y S. Saxena (2020). *Hysteresis and business cycles*, Working Paper 20/73, Fondo Monetario Internacional.

Chernoff, A., y C. Warman (2020). *COVID-19 and implications for automation*, Working Paper, 27249, NBER.

Chetty, R., J. N. Friedman, N. Hendren y M. Stepner (2020). *The economic impacts of COVID-19: evidence from a new public database built using private sector data*, Working Paper, 27431, NBER.

Comisión Europea (2020a). *Development of tools and mechanisms for the integration of environmental, social and governance (ESG) factors into the EU banking prudential framework and into banks' business strategies and investment policies*, Interim study, diciembre.

Comisión Europea (2020b). *Recovery and resilience plans*, Guidance to Member States, Commission Staff Working Document, SWD(2020) 205 final.

Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (2019). *Sobre electricidad y gas del primer semestre de 2019*, nota de prensa, noviembre.

Consejo Europeo (2021). *Reglamento del Parlamento Europeo por el que se establece el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia*, febrero.

Cruces, G., S. Galiani y S. Kidyba (2010). «Payroll taxes, wages and employment: identification through policy changes», *Labour Economics*, vol. 17, pp. 743-749.

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.

Dejuán, D., y J. S. Mora-Sanguinetti (2019). *Quality of enforcement and investment decisions. Firm-level evidence from Spain*, Documentos de Trabajo, n.º 1927, Banco de España.

Deschryver, P., y F. de Mariz (2020). «What future for the green bond market? How can policymakers, companies and investors unlock the potential of the green bond market?», *Journal of Risk and Financial Management*, vol. 13.

Dijkstra, L., H. Poelman y A. Rodríguez-Pose (2020). «The geography of EU discontent», *Regional Studies*, n.º 54(6), pp. 737-753.

Dikau, S., y U. Volz (2021). «Central bank mandates, sustainability objectives and the promotion of green finance», *Ecological Economics*, vol 184.

Dingel, I. J., y B. Neiman (2020). *How many jobs can be done at home?*, *Journal of Public Economics*, n.º 189.

Dirección General de Economía y Estadística (2020). *El mercado de la vivienda en España entre 2014 y 2019*, Documentos Ocasionales, n.º 2013, Banco de España.

Fabra, N., D. Rapson, M. Reguant y J. Wang (2021). *Estimating the elasticity to real time pricing: evidence from the Spanish electricity market*, American Economic Association Papers and Proceedings.

Fatás, A., y L. H. Summers (2017). «The permanent effects of fiscal consolidations», *Journal of International Economics*, vol. 112, pp. 238-250.

Fergusson, D. M., y L. J. Woodward (2002). «Mental health, educational, and social role outcomes of adolescents with depression», *Arch Gen Psychiatry*, 59(3), pp. 225-231.

Fernández-Cerezo, A., B. González, M. Izquierdo y E. Moral-Benito (2021). «El impacto económico del COVID-19 en las empresas españolas según la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE)», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.

Flash Eurobarómetro (2019). *Business' attitudes towards corruption in the EU*, Flash Eurobarómetro, 482, diciembre.

Forte-Campos, V., y J. Rojas (2021). «La evolución histórica de los fondos estructurales y de inversión europeos», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, Banco de España, de próxima publicación.

Fuest, C., J. Niehues y A. Peichl (2010). «The redistributive effects of tax benefit systems in the enlarged EU», *Public Finance Review*, 38(4), pp. 473-500.

García, C., C. Martín-Machuca y F. Viani (2020). «El comercio internacional de productos médicos durante la pandemia de COVID-19», recuadro 4, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.

García-Posada, M. (2020). *Ánalisis de los procedimientos de insolvencia en España en el contexto de la crisis del COVID-19: los concursos de acreedores, los preconcursos y la moratoria concursal*, Documentos Ocasionales, n.º 2029, Banco de España.

García-Posada, M., y R. Vegas (2018). «Bankruptcy reforms in the midst of the Great Recession: the Spanish experience», *International Review of Law & Economics*, vol. 55, pp. 71-95.

Ghirelli, C., M. Gil, S. Hurtado y A. Urtasun (2021). *Relación entre las medidas de contención de la pandemia, la movilidad y la actividad económica*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.

Giovanni, J. di, M. García-Santana, P. Jeenah, E. Moral-Benito y J. Pijoan-Mas (2021). «Government Procurement and Credit Growth: Firm-Level Evidence and Macro Consequences», *mimeo*.

González, X., J. Jaumandreu y C. Pazó (2005). «Barriers to innovation and subsidy effectiveness», *The RAND Journal of Economics*, vol. 36, n.º 4, pp. 930-950.

Goldmanis, M., A. Hortaçsu, C. Syverson y O. Emre (2010). «E-commerce and the market structure of retail industries», *The Economic Journal*, 120(545), pp. 651-682.

Goodman, J. (2014). *Flaking Out: Student Absences and Snow Days as Disruptions of Instructional Time*, Working Paper, n.º 20221, NBER.

Goolsbee, A., y C. Syverson (2021). «Fear, lockdown, and diversion: comparing drivers of pandemic economic decline 2020», *Journal of Public Economics*, 193, art. 104311.

Gortázar, L. (2020). *Lo bueno, lo ausente y lo malo de la nueva Ley de Educación*, EsadeEcPol Insight #23.

Grossman, H. (1991). «A general equilibrium model of insurrections», *The American Economic Review*, 81(4), pp. 912-921.

Gruber, J. (1997). «The incidence of payroll taxation: evidence from Chile», *Journal of Labor Economics*, vol. 15, pp. 72-101.

Gupta, S., T. D. Nguyen, F. Lozano, S. Raman, B. Lee, A. Bento, K. I. Simon y C. Wing (2020). *Tracking public and private responses to the COVID-19 epidemic: evidence from state and local government actions*, Working Paper, 27027, NBER.

Hernández de Cos, P. (2021a). *Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2021. Comparecencia ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados, el 4 de noviembre de 2020*, Documentos Ocasionales, n.º 2104, Banco de España.

Hernández de Cos, P. (2021b). *El sistema de pensiones en España: una actualización tras el impacto de la pandemia. Contribución del Banco de España a los trabajos de la Comisión de Seguimiento y Evaluación de los Acuerdos del Pacto de Toledo. 2 de septiembre de 2020*, Documentos Ocasionales, n.º 2106, Banco de España.

Hernández de Cos, P. (2021c). «The Role of Central Banks and Banking Supervisors in Climate Action», discurso inaugural en la conferencia *Resilience of the financial system to natural disasters*, IESE.

Hernández de Cos, P. (2020). *Los principales retos de la economía española tras el Covid-19. Comparecencia 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*, Documentos Ocasionales, n.º 2024, Banco de España.

Howell, S. (2017). «Financing innovation: evidence from R&D grants», *American Economic Review*, vol. 107, n.º 4, pp. 1136-1164.

Istituto Superiore di Sanità (2020). *Characteristics of COVID-19 patients dying in Italy. Report based on available data on March 26th, 2020*, COVID-19 Surveillance Group.

Izquierdo M. (2021a). «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad», recuadro 6, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.

Izquierdo M. (2021b). «La creación y la destrucción de empresas desde el inicio de la pandemia», recuadro 7, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.

Jaimovich, N., y H. E. Siu (2020). «Job polarization and jobless recoveries», *The Review of Economics and Statistics*, vol. 102, n.º 1, pp. 129-147.

Janke, K., K. Lee, C. Propper, K. Shields y M. Shields (2020). *Macroeconomic conditions and health in Britain: aggregation, dynamics and local area heterogeneity*, CEPR Discussion Paper, DP14507, Centre for Economic Policy Research.

Jordà, Ò, S. R. Singh and A. M. Taylor (2020). *Longer-Run Economic Consequences of Pandemics*, Working Papers, n.º 2020-09, Economic Research, Federal Reserve Bank of San Francisco.

Kivimäki, M., G. D. Batty, A. Steptoe e I. Kawachi (eds.) (2018). *The Routledge international handbook of psychosocial epidemiology*, Routledge.

Korkeamäki, O., y R. Uusitalo (2009). «Employment and wage effects of a payroll tax cut: evidence from a regional experiment», *International Tax and Public Finance*, 16, pp. 753-772.

Kramarz, F., y T. Philippon (2001). «The impact of differential payroll tax subsidies on minimum wage employment», *Journal of Public Economics*, vol. 82, pp. 115-146.

L'Hotellerie-Fallois Armas, P., M. Manrique Simón y A. Millaruelo de Lafuente (2021). «La autonomía estratégica abierta de la UE», recuadro 5, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España

Lacuesta, A., S. Puente y E. Villanueva (2020). «The schooling response to a sustained increase in low-skill wages: evidence from Spain 1989-2009», *SER/Es*, 11, pp. 457-499.

Lacuesta, A., P. Roldán-Blanco y D. Serrano (2020). «Efectos del comercio digital sobre los precios y la competencia empresarial», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.

Lahelma, E., P. Martikainen, O. Rahkonen y K. Silventoinen (1999). «Gender differences in ill health in Finland: patterns, magnitude and change», *Social Science and Medicine*, 48(1), pp. 7-19.

Layard, R. (2013). «Mental health: the new frontier for labour economics», *IZA Journal of Labor Policy*, vol. 2, n.º 2, pp. 1-16.

Leung, T., A. Chan, E. W. Chan, V. Chan, C. Chui, B. J. Cowling, L. Gao, M. Q. Ge, I. Hung, M. Ip, P. Ip, K. K. Lau, C. S. Lau, L. Lau, W. K. Leung, X. Li, H. Luo, K. Man, V. Ng, C. Siu, E. Wan, Y. Wing, C. S. Wong, K. Wong e I. C. Wong (2020). «Short- and potential long-term adverse health outcomes of COVID-19: a rapid review», *Emerging microbes & infections*, vol. 9(1), pp. 2190-2199.

López-Rodríguez, D., y M. Li. 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.

López-Rodríguez, D., y M. Li. Matea (2019). «Evolución reciente del mercado de alquiler de vivienda en España», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 3/2019, Banco de España.

Lucio, J. de, y J. S. Mora-Sanguinetti (2021). *New dimensions of regulatory complexity and their economic cost. An analysis using text mining*, Documentos de Trabajo, n.º 2107, Banco de España.

Ma, Ch., J. Gu, P. Hou, L. Zhang, Y. Bai, Z. Guo, H. Wu, B. Zhang, P. Li y X. Zhao (2020). «Incidence, clinical characteristics and prognostic factor of patients with COVID-19: a systematic review and meta-analysis», *MedRxiv* preprint article, 20 de marzo.

Mackenbach, J., M. Avendano, K. Andersen-Ranberg y A. R. Aro (2005). «Physical health», en A. Börsch-Supan, A. Brugiavini, H. Jürges, J. Mackenbach, J. Siegrist y G. Weber (eds.), *Health, ageing and retirement in Europe. First results from the survey of health, ageing and retirement in Europe*, Mannheim Research Institute for the Economics of Aging (MEA), cap. 3.1, pp. 82-88.

Mauro, F. di, y C. Syverson (2020). *The COVID Crisis and Productivity Growth*, White Paper, Becker Friedman Institute, University of Chicago.

McEachin, A., y A. Atteberry (2017). «The impact of summer learning loss on measures of school performance», *Education Finance and Policy*, n.º 12(4), pp. 468-491.

McGowan, M. A., D. Andrews y V. Millot (2018). «The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries», *Economic Policy*, n.º 33(96), pp. 685-736.

McGowan, M. A., D. Andrews y V. Millot (2017). *Insolvency regimes, zombie firms and capital reallocation*, Working Papers, n.º 1399, OECD Economics Department.

Maldonado, J. E., y K. de Witte (2020). *The effect of school closures on standardised student test outcomes*, Discussion Paper n.º 2017, KU Leuven.

Martín-Fuentes, N., e I. Moder (2020). «The scarring effects of past crises on the global economy», *Economic Bulletin*, n.º 8/2020, Banco Central Europeo.

Martínez-Bravo, M., y C. Sanz (2021). «Encuesta sobre los efectos económicos y políticos de la COVID-19 en España», mimeo.

Martínez-Miera, D., y R. Vegas (2021). «Impacto de la restricción en el reparto de dividendos sobre el flujo de crédito a sociedades no financieras en España», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.

Ministerio de Hacienda (2020). *Presentación del proyecto de Presupuestos Generales del Estado 2021*.

Mora-Sanguinetti, J. S., y R. Pérez-Valls (2020). *¿Cómo afecta la complejidad de la regulación a la demografía empresarial? Evidencia para España*, Documentos de Trabajo, n.º 2002, Banco de España.

Mora-Sanguinetti, J. S. (2012). «Is judicial inefficacy increasing the weight of the house property market in Spain? Evidence at the local level», *Journal of the Spanish Economic Association, SERIES*, 3, pp. 339-365.

Mueller, H. M., P. P. Ouimet y E. Simintzi (2017). «Within-firm pay inequality», *The Review of Financial Studies*, 30(10), pp. 3605-3635.

Navas Román, M., y N. Villazán Pellejero (2020). «EUROMOD country report Spain (ES) 2017-2020», mimeo.

Observatorio Educaedu (2020). «Cómo afecta el COVID-19 a la decisión de formarse», Newsletter n.º 2.

OCDE (2021). *2021 OECD Economic Survey Spain*, OECD Publishing, de próxima publicación.

OCDE (2020). *The effects of R&D tax incentives and their role in the innovation policy mix, findings from the OECD MICROBERD project, 2016-2019*, OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, 92.

OCDE (2019). *The future of work. OECD employment outlook 2019*, OECD Publishing, París.

OCDE (2015). *New approaches to SME and entrepreneurship financing: broadening the range of instruments*, OECD Publishing.

OCDE (2013). *Action Plan on Base Erosion and Profit Shifting*, OECD Publishing.

Panchal, N., R. Kamal, C. Cox y R. Garfield (2021). «The implications of COVID-19 for mental health and substance use», *Issue Brief*, Tracking Poll, febrero, Kaiser Foundation Health.

Peng, L., C. D. Meyerhoefer y S. H. Zuvekas (2013). *The Effect of Depression on Labor Market Outcomes*, Working Paper, n.º 19451, NBER.

Persson, T., y G. Tabellini (1994). «Is inequality harmful for growth? Theory and evidence», *American Economic Review*, 84(3), pp. 600-621.

Picchio, M., y J. C. van Ours (2013). «Retaining through training even for older workers», *Economics of Education Review*, vol. 32, pp. 29-48.

Pischke, J. S. (2007). «The Impact of Length of the School Year on Student Performance and Earnings: Evidence From the German Short School Years», *The Economic Journal*, vol. 117, n.º 523, pp. 1216-1242, octubre.

Quinto, A. de, L. Hospido y C. Sanz (2020). *The child penalty in Spain*, Documentos Ocasionales, n.º 2017, Banco de España.

Riom, C., y A. Valero (2020). *Innovation in the time of Covid-19*, CentrePiece The Magazine for Economic Performance, n.º 590, Centre for Economic Performance, LSE.

Rodríguez-González, C. G., E. Chamorro-de-Vega, M. Valerio, M. A. Amor-García, F. Tejerina, M. Sancho-González, A. Nárrillos-Moraza, A. Giménez-Manzorro, S. Manrique-Rodríguez, M. Machado, M. Olmedo, V. Escudero-Vilaplana, C. Villanueva-Bueno, B. Torroba-Sanz, A. Melgarejo-Ortuño, J. Vicente-Valor, A. Herranz, E. Bouza, P. Muñoz y M. Sanjurjo (2021). «COVID-19 in hospitalised patients in Spain: a cohort study in Madrid», *International Journal of Antimicrobial Agents*, 57(2), art. 106249.

Sáez, E., B. Schoefer y D. Seim (2019). «Payroll taxes, firm behavior, and rent sharing: evidence from a young workers' tax cut in Sweden», *American Economic Review*, vol. 109, pp. 1717-1763.

Sanz, I., M. Cuerdo y L. Doncel (2021). *El efecto del coronavirus en el aprendizaje de los alumnos: efecto en el uso de recursos digitales educativos*, Funcas.

Seiler, P. (2021). «Weighting bias and inflation in the time of COVID-19: evidence from Swiss transaction data», *VoxEU CEPR Policy Portal*, 16, julio 2020.

Shankar, A., A. McMunn, J. Banks y A. Steptoe (2011). «Loneliness, social isolation, and behavioral and biological health indicators in older adults», *Health Psychology*, vol. 30, n.º 4, pp. 377-385.

Steptoe, A., A. Shankar, P. Demakakos y J. Wardle (2013). «Social isolation, loneliness, and all-cause mortality in older men and women», *Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America*, abril, vol. 110, n.º 15, pp. 5797-5801.

Task Force on Climate-related Financial Disclosures (2020). *2020 Status Report*, octubre.

Welch, F. (1999). «In defense of inequality», *The American Economic Review*, 89(2), Papers and Proceedings of the One Hundred Eleventh Annual Meeting of the American Economic Association (mayo), pp. 1-17.

World Economic Forum (2019). *The global competitiveness report*, editado por el profesor Klaus Schwab, World Economic Forum ed.

World Health Organization (2020). *WHO-China Joint mission on coronavirus disease 2019 (COVID-19)*.

**LA EVOLUCIÓN DEL MERCADO INMOBILIARIO DESDE EL INICIO DE LA PANDEMIA**

Con anterioridad a la crisis del COVID-19, el mercado inmobiliario español se encontraba en una fase de desaceleración, en términos tanto de transacciones como de precios, si bien esta pérdida de dinamismo era de diferente intensidad en el segmento residencial y en el comercial. En este recuadro se describen los cambios más notables observados en estos dos segmentos del mercado, en precios y en volumen de operaciones, desde la irrupción de la pandemia<sup>1</sup>.

En el mercado inmobiliario residencial, las compraventas de vivienda descendieron abruptamente en el segundo trimestre de 2020, afectadas por las severas limitaciones a la movilidad y a la actividad en ese período, que dificultaron de manera notable la ejecución de las operaciones (véase gráfico 1). Desde entonces, el número de transacciones ha repuntado progresivamente, pero ello no ha permitido retornar a los registros anteriores a la crisis, debido, en parte, a la incertidumbre sobre la evolución de la pandemia y a su impacto en las perspectivas económicas de los agentes que participan en este mercado. En particular, en el conjunto de 2020 el volumen total de transacciones se situó un 18 % por debajo del observado en 2019.

Los precios de compraventa han mostrado hasta el momento una mayor resistencia que las transacciones y han prolongado su tendencia de desaceleración previa a la pandemia, sin que se hayan observado caídas generalizadas en términos interanuales (véase gráfico 2). Cabe destacar que, en términos tanto de transacciones como de precios, la vivienda nueva ha mostrado una mayor fortaleza que la vivienda usada, lo que refleja, en parte, decisiones de adquisición comprometidas con anterioridad a la pandemia, así como, posiblemente, una mayor escasez de oferta en el primero de los segmentos.

En todo caso, el impacto de la pandemia en el mercado residencial está siendo muy heterogéneo a escala regional. En particular, la pérdida de dinamismo es mayor en las zonas de la costa mediterránea y en las islas, donde el peso de las compraventas de ciudadanos extranjeros ha sido tradicionalmente más elevado, por su interés turístico, y donde, por tanto, se han sentido con mayor intensidad los efectos de las restricciones a la movilidad internacional.

Por otro lado, la pandemia ha propiciado algunos cambios notorios en la demanda de vivienda según su tipología, debido, entre otros factores, a las nuevas necesidades de las familias surgidas como consecuencia del confinamiento y del aumento del teletrabajo. En efecto, en los últimos meses se ha observado una mayor preferencia por la vivienda unifamiliar y la nueva, y un incremento de la superficie media de la vivienda en casi todas las modalidades<sup>2</sup> (véase gráfico 3). La crisis actual también ha acelerado algunas tendencias previas, como el desplazamiento de una parte de la demanda desde las grandes ciudades a otros municipios menos poblados (véase gráfico 4). Este último desarrollo se habría visto favorecido tanto por la mayor escasez estructural en la oferta de vivienda nueva en las grandes ciudades —que también incidiría en un precio medio habitualmente más elevado en estas ciudades— como por la búsqueda de espacios más amplios en otros municipios, a raíz de las medidas restrictivas para la contención de la pandemia y la mayor presencia en el hogar.

Por lo que respecta al alquiler residencial, de acuerdo con la información de los principales portales inmobiliarios hasta marzo de 2021, los precios del alquiler estarían disminuyendo en Cataluña, la Comunidad de Madrid y las islas, mientras que en el resto de las regiones su evolución apuntaría a una ralentización gradual o a una estabilización. Con carácter general, esta pérdida de vigor de los precios del alquiler observada en los últimos meses estaría relacionada con el deterioro que se ha producido en el mercado de trabajo desde el comienzo de la pandemia, especialmente entre los jóvenes y los trabajadores temporales, más propensos a demandar este régimen de tenencia. En el caso de algunas ciudades grandes, donde el impacto de la crisis sobre los precios del alquiler ha sido más acusado, otros condicionantes que han podido influir serían la menor demanda procedente de los estudiantes, por las limitaciones a la movilidad y el incremento de la educación a distancia, y la reorientación de las preferencias de las familias hacia localidades menos pobladas, con niveles de precios más bajos. Por último, en las ciudades más turísticas otro factor explicativo relevante podría tener que ver con el aumento de la oferta de vivienda de alquiler residencial a expensas de otros alquileres de carácter más temporal,

1 Para un mayor detalle de los efectos de la pandemia en el segmento residencial del mercado inmobiliario, véase P. Alves y L. San Juan (2021), «El impacto de la crisis sanitaria del COVID-19 sobre el mercado de la vivienda en España», Artículos Analíticos, Boletín Económico, 2/2021, Banco de España.

2 A raíz de la pandemia, estas dinámicas pueden haberse visto afectadas, en parte, por cambios en la composición de los compradores hacia un perfil de demandante con una edad y una situación socioeconómica algo más elevadas.

Recuadro 2.1

**LA EVOLUCIÓN DEL MERCADO INMOBILIARIO DESDE EL INICIO DE LA PANDEMIA (cont.)**

Gráfico 1  
COMPRAVENTAS REGISTRADAS DE VIVIENDA: TOTAL, NUEVA Y USADA

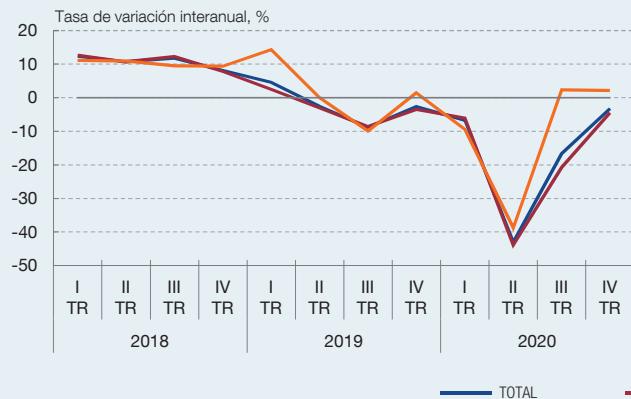


Gráfico 2  
PRECIOS DE LA VIVIENDA: TOTAL, NUEVA Y USADA

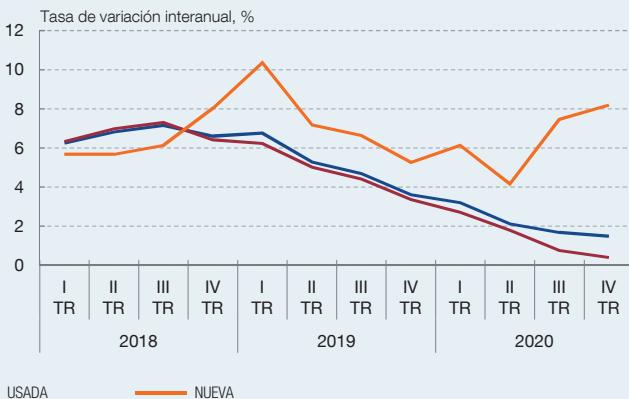


Gráfico 3  
COMPRAVENTAS ESCRITURADAS DE VIVIENDA: UNIFAMILIAR Y PISO LIBRE NUEVO



Gráfico 4  
COMPRAVENTAS DE VIVIENDA EN LA CAPITAL: VARIACIÓN DEL PESO EN EL TOTAL DE LA PROVINCIA



Gráfico 5  
NUEVAS OPERACIONES EN EL SECTOR INMOBILIARIO COMERCIAL (a) (b)

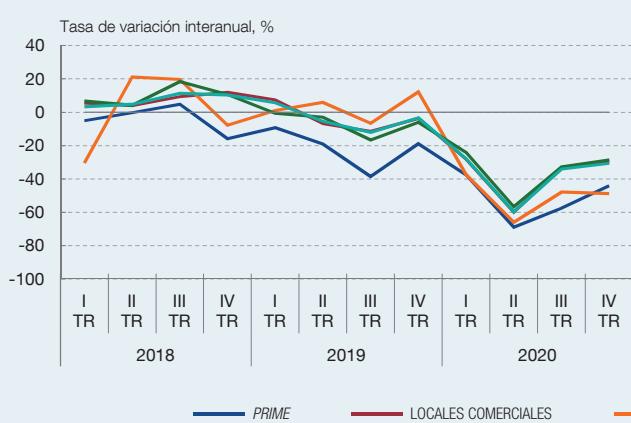
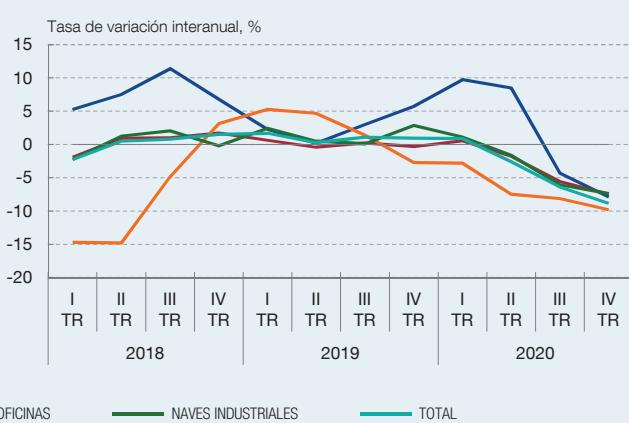


Gráfico 6  
PRECIO DEL METRO CUADRADO INMOBILIARIO COMERCIAL (b) (c)



**FUENTES:** Centro de Información Estadística del Notariado, Colegio de Registradores, Instituto Nacional de Estadística, y Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana.

- a Número de transacciones, calculadas como la media móvil de cuatro períodos de las transacciones registradas cada trimestre en cada segmento.
- b El segmento *prime* se refiere a locales comerciales en los barrios con mayor actividad comercial de Madrid, Barcelona, Bilbao, Palma, Valencia y Málaga.
- c Los índices de precios comerciales se calculan a partir de la media móvil de cuatro períodos de la mediana de los precios de las transacciones de establecimientos comerciales realizadas en cada trimestre.

como el vacacional, afectados por la fuerte caída de los flujos turísticos.

En el mercado inmobiliario comercial, los efectos de la crisis generada por la pandemia de COVID-19 han sido hasta ahora más acusados que los observados en el mercado residencial, lo que podría obedecer a la mayor sensibilidad que el segmento comercial ha mostrado tradicionalmente a los cambios en las condiciones económicas. Así, mientras que la demanda de establecimientos comerciales responde fundamentalmente a las perspectivas sobre el ciclo económico, en el caso del mercado de la vivienda existen otros factores, como los demográficos, que también resultan determinantes para entender su evolución.

Las transacciones de inmuebles comerciales se redujeron significativamente en 2020, en especial en la primera mitad del ejercicio, cuando el número de operaciones cayó un 44 % con respecto al mismo período de 2019 (véase gráfico 5). Esta evolución fue especialmente negativa en los establecimientos de las zonas *prime* –esto es, en los ubicados en el centro de las grandes ciudades–, si bien las compraventas ya se estaban resintiendo en estos lugares antes de la pandemia. Por tipología de activo, las compraventas descendieron con mayor intensidad en el subsegmento de oficinas, mientras que en el de las naves industriales experimentaron una caída

algo menor. Esto último podría deberse a algunos cambios estructurales que se han acentuado durante esta crisis. Por ejemplo, el crecimiento del comercio *online*, que requiere de centros logísticos grandes y bien distribuidos geográficamente, podría haber amortiguado la reducción de la demanda de establecimientos de tipo industrial. Por otra parte, las adquisiciones de oficinas podrían haberse visto más afectadas desde el comienzo de la pandemia como consecuencia del aumento del teletrabajo.

En cuanto a la evolución de los precios en el segmento comercial, la caída ha sido generalizada a partir de marzo de 2020, pero menos pronunciada que la del número de transacciones. Concretamente, la tasa de variación interanual de los precios de estos inmuebles se situó en el –8,9 % en el cuarto trimestre del ejercicio pasado, en términos de la media móvil de cuatro trimestres, y fue particularmente intensa en el caso de las oficinas (véase gráfico 6). Esta mayor estabilidad en la evolución de los precios frente a la de las transacciones podría indicar que las decisiones de venta se han retrasado en los últimos meses para evitar o posponer la posible asunción de caídas acusadas en los precios por parte de los vendedores. En este sentido, cabe reseñar que el comportamiento de los precios en las zonas *prime*, al contrario que las transacciones, habría sido algo más favorable que en el conjunto del segmento comercial.

## LOS FLUJOS COMERCIALES GLOBALES EN EL CONTEXTO DE LA PANDEMIA

La pandemia de COVID-19 ha ocasionado algunas distorsiones en los flujos de comercio internacional, que en su mayoría fueron de carácter transitorio<sup>1</sup>. Así, aunque el cierre global de las fronteras que tuvo lugar en los primeros meses de la crisis sanitaria provocó una severa caída del comercio mundial, esta se revirtió hacia finales de 2020, de forma que, para entonces, los flujos comerciales internacionales ya habían recuperado los niveles prepandemia (véase epígrafe 1.2 del capítulo 1 de este Informe).

Un ejemplo de la naturaleza transitoria de algunas de las distorsiones surgidas como consecuencia de la pandemia fueron las medidas proteccionistas que muchos países adoptaron temporalmente sobre el comercio de productos médicos a la luz de los problemas de suministro registrados, sobre todo, en los meses de marzo y abril del pasado año<sup>2</sup> (véase gráfico 1.1). Más recientemente, también se han establecido algunas restricciones que han afectado a la distribución de las vacunas contra el COVID-19. Aunque estas serán eliminadas previsiblemente cuando la pandemia esté bajo control, su presencia podría dificultar la distribución efectiva de las vacunas a nivel mundial.

Sin perjuicio de lo anterior, varias iniciativas de trasfondo geopolítico puestas en marcha recientemente sí podrían incidir de forma permanente en la relocalización de la actividad y la reorganización de las cadenas globales de valor (CGV). Por ejemplo, países como Estados Unidos, Japón y Corea del Sur han anunciado en los últimos meses incentivos para la renacionalización de los procesos productivos a través de subsidios y créditos impositivos. Dentro de la UE, algunos países, como Francia, también han aprobado partidas para apoyar el retorno de empresas. Asimismo, la propia UE ha emprendido varias iniciativas en el marco de la llamada «autonomía estratégica abierta», que busca aumentar la

robustez de las cadenas de producción europeas y reducir la dependencia de terceros países en algunas áreas estratégicas<sup>3</sup>.

Sin embargo, a la hora de valorar estos desarrollos, es importante tener en cuenta que, en la crisis sanitaria actual, aquellas empresas con una producción más integrada en las CGV han sido precisamente las que mejor se han comportado y las que han sufrido menos disrupciones en la producción. La evidencia disponible señala, además, que estas empresas tienen una mayor capacidad para recuperarse después de una perturbación adversa<sup>4</sup>. Por el contrario, recurrir a una cantidad más elevada de insumos nacionales suele aumentar la volatilidad del PIB, porque reduce el grado de diversificación del riesgo<sup>5</sup>. En efecto, en esta crisis se ha comprobado<sup>6</sup> que, aunque los sectores de los países de la UE, Japón y Estados Unidos más integrados en las CGV sufrieron en mayor medida el *shock* externo inicial originado en China, cuando la pandemia alcanzó también a los mercados nacionales, estas empresas se comportaron comparativamente mejor (véase gráfico 2.1).

Para interpretar las medidas recientes, se debe considerar que estos desarrollos se enmarcan en un proceso previo a la pandemia, de mayor alcance, de cuestionamiento parcial del marco multilateral basado en las reglas de la Organización Mundial del Comercio. Algunos hitos destacables en este proceso han sido la escalada de la rivalidad comercial entre Estados Unidos y China en los últimos años (véase gráfico 1.2) y el *brexit*. A nivel global, si bien estos episodios no han llevado a un aumento generalizado de las barreras arancelarias, sí que han propiciado un notable incremento de la incertidumbre comercial<sup>7</sup>, con efectos adversos sobre el comercio global, y han provocado procesos de desviación de los flujos comerciales. En concreto, la salida efectiva del Reino Unido de la UE aumentará las barreras no

1 Para una discusión más completa sobre las tendencias de largo plazo del comercio mundial, véase I. Kataryniuk, J. J. Pérez y F. Viani (2021), *(De-)globalization of trade and regionalization: a survey of facts and arguments*, Documentos Opcionales, Banco de España, de próxima publicación.

2 Véase C. García, C. Martín y F. Viani (2020), «El comercio internacional de productos médicos durante la pandemia de COVID-19», recuadro 4, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.

3 Véase P. L'Hotellerie-Fallois, M. Manrique y A. Millaruelo (2021), «La autonomía estratégica abierta de la UE», recuadro 5, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.

4 Véase S. Miroudot (2020), «Resilience versus robustness in global value chains: Some policy implications», en *COVID-19 and trade policy: Why turning inward won't work*, pp. 117-130.

5 Véase *Shocks, risks and global value chains: insights from the OECD METRO model*, OCDE (2020), junio.

6 Véase A. Espitia, A. Mattoo, N. Rocha, M. Ruta y D. Winkler (2021), *Pandemic Trade: COVID-19, Remote Work and Global Value Chains*, Policy Research Working Papers, n.º 9508, Banco Mundial.

7 Véase S. Albrizio, A. Buesa, M. Roth y F. Viani, *The real effects of trade uncertainty*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

## LOS FLUJOS COMERCIALES GLOBALES EN EL CONTEXTO DE LA PANDEMIA (cont.)

arancelarias entre las dos áreas y obligará a suscribir múltiples acuerdos bilaterales entre el Reino Unido y terceros países<sup>8</sup> (véase gráfico 1.4). En el caso español,

se ha observado, además, que desde el referéndum del *brexit*, en junio de 2016, las empresas españolas han reducido sus compras y ventas con el Reino Unido –en

Gráfico 1  
EVOLUCIÓN DE LAS BARRERAS COMERCIALES Y DE LOS ACUERDOS BILATERALES

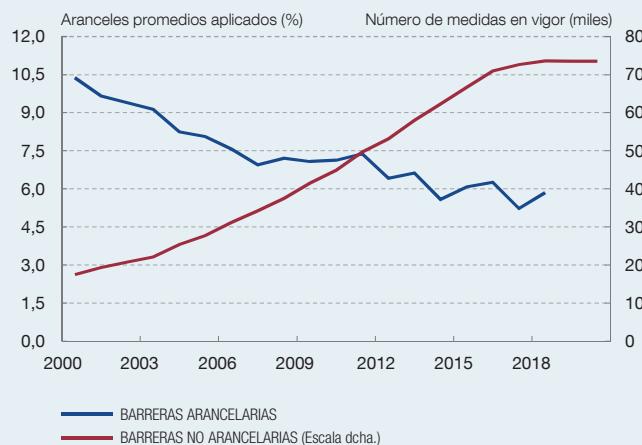
1 MEDIDAS DE POLÍTICA COMERCIAL QUE AFECTAN AL COMERCIO DE PRODUCTOS MÉDICOS (a)



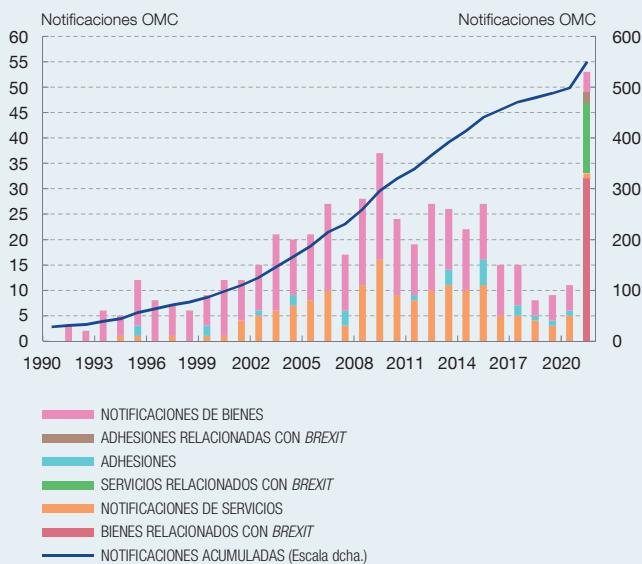
2 ARANCELES BILATERALES ENTRE ESTADOS UNIDOS Y CHINA



3 BARRERAS ARANCELARIAS Y NO ARANCELARIAS (b)



4 ACUERDOS COMERCIALES BILATERALES



**FUENTES:** Global Trade Alert, Organización Mundial del Comercio, Bown (2019), Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo, y elaboración propia.

a Número de medidas por código HS4, según la clasificación de productos médicos de la OMC. 2020: enero-noviembre.

b Los aranceles efectivos aplicados se refieren al mínimo entre los aranceles preferenciales y los relativos a la nación más favorecida.

8 Véase A. Buesa, I. Kataryniuk, P. L'Hotellerie-Fallois y S. Moreno, «El Acuerdo de Comercio y Cooperación (ACC) entre el Reino Unido y la Unión Europea», Artículos Analíticos, Boletín Económico, 1/2021, Banco de España.

## LOS FLUJOS COMERCIALES GLOBALES EN EL CONTEXTO DE LA PANDEMIA (cont.)

particular, las que tenían una mayor exposición comercial— y han incrementado los intercambios con la UE<sup>9</sup>. Más allá de este caso, en los últimos años el aumento de las barreras no arancelarias<sup>10</sup> está siendo global (véase gráfico 1.3), como reflejo, en gran medida, de la generalización de unos mayores estándares medioambientales, sociales y laborales, más estrictos en cuanto a los procesos de producción de los bienes y servicios comerciados<sup>11</sup>.

Otro proceso que estaba teniendo lugar con anterioridad al estallido de la pandemia es la ralentización del comercio internacional de bienes, proceso al que habrían contribuido diversos factores. En particular, el menor peso del comercio internacional de bienes como porcentaje del PIB mundial en los últimos años (véase gráfico 2.2) sería consecuencia, en parte, de la transición en China hacia un modelo de crecimiento basado en menor medida en el comercio exterior<sup>12</sup>, de un cierto agotamiento de los dividendos derivados de las medidas de liberalización comercial que fueron adoptadas de manera generalizada en las décadas anteriores a la crisis financiera, y de la ralentización de la capacidad de fragmentación de las CGV, que ya habrían adquirido unos niveles de complejidad muy elevados. Es importante mencionar, no obstante, que esta desaceleración del comercio mundial de bienes estaría siendo compatible con un aumento de los intercambios regionales, en un contexto en el que los vínculos comerciales entre países miembros de una misma región se han reforzado en muchas áreas; en particular, en Norteamérica y en la UE (véase gráfico 2.3)<sup>13</sup>.

La contrapartida a la ralentización de los intercambios comerciales de bienes es una tendencia al alza en

el comercio mundial de servicios, que podría reforzarse como consecuencia de la pandemia. En efecto, los servicios se han hecho progresivamente más comerciables en los últimos años —debido, principalmente, a los avances tecnológicos y a la digitalización— y han aumentado su peso en el proceso productivo de algunas manufacturas<sup>14</sup>. La experiencia reciente podría reforzar esta tendencia al alza, al poner de manifiesto cómo la digitalización puede convertir en comercializables algunos servicios que previamente se consideraba que no lo eran. Este es el caso, por ejemplo, de los llamados «telemigrantes»<sup>15</sup>, que, a través de las tecnologías digitales, pueden vivir en un país y prestar servicios en otros.

A modo de conclusión, existe evidencia clara de que el sostenimiento de un marco global de reglas multilaterales compartidas contribuye a aumentar la robustez y la resiliencia de las economías nacionales. En particular, la diversificación y la integración comercial han ayudado a afrontar el impacto de la crisis sanitaria actual y serán un factor fundamental para impulsar la recuperación. La pandemia no ha afectado a los principales factores que producen los beneficios derivados del comercio internacional, como la especialización del trabajo y la organización de la producción, que han permitido expandir las rentas de la población mundial en las últimas décadas. Además, algunos de los nuevos retos emergentes, como la lucha contra el cambio climático y la operativa de las grandes empresas digitales, presentan una dimensión global, que debe afrontarse desde una perspectiva multilateral.

No obstante, la experiencia reciente sí que podría reforzar algunas tendencias previas, de trasfondo geopolítico, que pueden llevar a una mayor fragmentación geográfica de la movilidad de bienes, servicios, capital y personas. Por

---

9 E. Gutiérrez, A. Lacuesta y C. Martín (2021), *Brexit: Trade diversion due to trade policy uncertainty*, Documentos de Trabajos, Banco de España, de próxima publicación.

10 Las barreras arancelarias efectivas se definen como el mínimo entre los aranceles preferentes y los aranceles que se aplican a la nación más favorecida dentro del marco de la Organización Mundial del Comercio. La serie no incluye las medidas arancelarias aplicadas por Estados Unidos a las importaciones provenientes de China y de otros países a partir de 2018 en el contexto de la guerra comercial.

11 Véanse F. López-Vicente, J. Timini y N. Cortinovis (2020), *Do trade agreements with labor provisions matter for emerging and developing economies' exports?*, Documentos de Trabajo, n.º 2017, Banco de España, y J. Timini y M. Conesa (2019), «Chinese exports and non-tariff measures», *Journal of Economic Integration*, 34(2), pp. 327-345.

12 Véanse, por ejemplo, X. Bing, M. Roth y D. Santabárbara (2019), «Impacto global de una desaceleración en China», *Boletín Económico*, 4/2019, Banco de España, y J. Timini (2017), «Los desequilibrios económicos de China y el papel del sector financiero», *Boletín Económico*, 4/2017, Banco de España.

13 Los vínculos comerciales en la región asiática y del Pacífico se verán reforzados también por el RCEP, un acuerdo comercial alcanzado por un grupo de 15 economías pertenecientes a esta área, entre las que se encuentran China, Corea y Japón.

14 Conocido como «servicification» de las manufacturas. Véase M. Lodefalk (2017), «Servicification of firms and trade policy implications», *World Trade Review*, 16, pp. 59-83.

15 R. Baldwin (2019), «EAEA16 Keynote Address: The Future of Globalization», *Asian Economic Journal*, 33(1), pp. 3-12.

## Recuadro 2.2

### LOS FLUJOS COMERCIALES GLOBALES EN EL CONTEXTO DE LA PANDEMIA (cont.)

una parte, la creciente competencia geopolítica, que se refleja especialmente en el ámbito tecnológico, podría acrecentarse en la medida en que la digitalización de la actividad incremente la dependencia de determinadas tecnologías proporcionadas por grandes actores globales empresariales con base, principalmente, en Estados

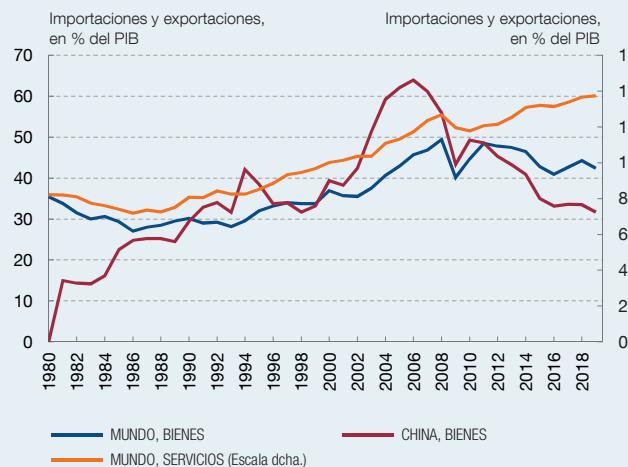
Unidos y en China. Por otra parte, la pérdida de peso económico relativo de las economías avanzadas y los aumentos de la desigualdad dentro de estas, que podrían reforzar procesos de polarización política y social, podrían provocar cambios en las preferencias de los agentes frente a la globalización.

Gráfico 2  
APERTURA COMERCIAL Y CADENAS GLOBALES DE VALOR

1 IMPACTO RELATIVO DE LA PANDEMIA SOBRE LAS EXPORTACIONES BILATERALES (a)



2 APERTURA COMERCIAL



3 APERTURA COMERCIAL DE LA UEM



FUENTES: Banco Mundial, Comtrade, Eurostat, OCDE, FMI, ASEANStatPortal y Espitia *et al.* (2021).

a) Las barras muestran el efecto diferencial sobre las exportaciones bilaterales de una participación en las cadenas globales de valor 1 punto porcentual mayor, ante shocks de naturaleza diferente. Así, el gráfico muestra el resultado de la estimación del efecto sobre las exportaciones de un shock de oferta en el país de origen de las exportaciones (izquierda), un shock de demanda en el de destino (centro) y un shock de oferta en los países de los que provienen los insumos utilizados (derecha), en distintos momentos de la pandemia: febrero-abril, cuando los países proveedores de insumos, como China, estuvieron más afectados; abril-junio, cuando la pandemia se extendió, y el agregado. Para más información, véase Espitia *et al.* (2021).

### EL NGEU: UNA INICIATIVA QUE REFUERZA EL PROYECTO EUROPEO

El programa *Next Generation EU* (NGEU) es el instrumento temporal puesto en marcha por la Unión Europea (UE) para impulsar, mediante la financiación de inversiones y reformas, la recuperación de las economías de los Estados miembros tras la pandemia<sup>1</sup>. Sus objetivos no se limitan a compensar en el corto plazo la caída de la demanda, como consecuencia de la crisis, y a apoyar los programas de emergencia de los Estados miembros, mediante la movilización de recursos adicionales dentro de los actuales fondos de cohesión. El NGEU persigue también, de modo más relevante, aumentar el potencial de crecimiento de la economía europea a medio y largo plazo, a través de un impulso reformador y de una reasignación de los recursos productivos hacia áreas como la digitalización o la lucha contra el cambio climático. Una característica adicional de este programa es que el reparto de sus recursos totales entre los países no será proporcional al peso económico de cada uno de ellos, sino que favorecerá a los Estados miembros más afectados por la pandemia, pues se pretende que la recuperación sea homogénea y que se evite así cualquier fragmentación económica de la UE como consecuencia de esta crisis. La aprobación del NGEU ha sido simultánea a la del presupuesto plurianual de la UE para el período 2021-2027, cuyos recursos se han reorientado también al objetivo de favorecer la transformación estructural de la economía europea.

La dotación total de recursos del NGEU asciende a 750 mm de euros, que se reparten entre varios instrumentos. El eje central es el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR), dotado de 672,5 mm de euros, de los cuales 312,5 mm corresponderán a transferencias directas y 360 mm serán préstamos<sup>2</sup>. El MRR se complementa con numerosas herramientas adicionales de menor tamaño, algunas de ellas ya existentes antes de la pandemia, dotadas conjuntamente con 77,5 mm de euros. En términos del PIB de la UE, el volumen total de los recursos del NGEU asciende a algo más del 5 %. No obstante, dado que —como se ha señalado— el reparto por países no es proporcional a sus pesos en el conjunto de la UE, algunos de estos países podrían movilizar recursos que, en términos acumulados

a lo largo del período de vigencia del programa, supondrían un porcentaje significativamente mayor de su PIB anual, que se situaría en el entorno del 13 % en el caso de España (véase gráfico 1).

El NGEU está ayudando de este modo a suprir la falta de una capacidad de estabilización presupuestaria automática común, una de las principales carencias del engranaje institucional europeo. En las circunstancias actuales, habría sido de particular utilidad la existencia de un mecanismo de estabilización macroeconómica permanente, que permitiera que los efectos heterogéneos por países derivados de la materialización de un riesgo se distribuyeran de un modo más uniforme entre todos ellos. La ausencia de ese mecanismo común constituye, en particular, una importante limitación para el correcto funcionamiento de la UEM. Además, el fortalecimiento de la capacidad del área del euro para hacer frente a las perturbaciones económicas requiere, adicionalmente, completar iniciativas como la unión bancaria y la unión de los mercados de capitales (véase recuadro 1.2).

La financiación del NGEU mediante la emisión a gran escala de deuda pública supranacional supone un paso sin precedentes, que contribuirá a reducir la escasez relativa de activos seguros en euros. La UE llevará a cabo dicha financiación mediante la emisión de deuda por un volumen máximo igual a la dotación del programa, esto es, 750 mm de euros, cuyo vencimiento tendría lugar de forma escalonada entre 2027 y 2058. En el supuesto de que esa capacidad de endeudamiento llegara a ser utilizada en su totalidad, el stock de deuda paneuropea se duplicaría, ampliando el abanico de opciones a disposición de los inversores internacionales para la incorporación de activos denominados en euros a sus carteras de activos seguros, con el atractivo adicional de contar con una rentabilidad más elevada que la de otros activos denominados en esta moneda (véanse gráficos 2 y 3)<sup>3</sup>.

A pesar de su naturaleza temporal, la puesta en marcha del NGEU supone un avance significativo en la construcción del marco institucional europeo. La evidencia disponible muestra cómo, en la medida en que son percibidas como un motor de fortalecimiento de la

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

2 Estas cantidades están expresadas en precios de 2018, por lo que, en la práctica, serán más elevadas, una vez tenida en cuenta la inflación acumulada desde entonces.

3 Véase M. Delgado-Téllez, I. Kataryniuk, F. López-Vicente y J. J. Pérez (2020), *Endeudamiento supranacional y necesidades de financiación en la Unión Europea*, Documentos Opcionales, n.º 2021, Banco de España.

## Recuadro 2.3

### EL NGEU: UNA INICIATIVA QUE REFUERZA EL PROYECTO EUROPEO (cont.)

construcción europea, la confirmación de noticias que reflejan progresos en ese sentido ha llevado históricamente a una reducción de los rendimientos de la deuda soberana de los países del área del euro<sup>4</sup>. La aprobación del NGEU, que no ha sido una excepción en este sentido, vino acompañada de una relajación de las condiciones de

financiación de los emisores soberanos y de alzas en los mercados bursátiles del área<sup>5</sup>.

Para acceder a los recursos del MRR, cada Estado miembro debe publicar un Plan de Recuperación y Resiliencia (PRR) que especifique las inversiones y las

El NGEU está ayudando a suprir la falta de una capacidad de estabilización presupuestaria automática común. La cuantía de los stocks de valores europeos de máxima calidad crediticia en porcentaje del PIB es más de tres veces inferior a la de Estados Unidos.

Gráfico 1  
TRANSFERENCIAS Y PRÉSTAMOS NGEU, POR PAÍS



Gráfico 2  
STOCK DE ACTIVOS SEGUROS (AÑO 2019) (a)

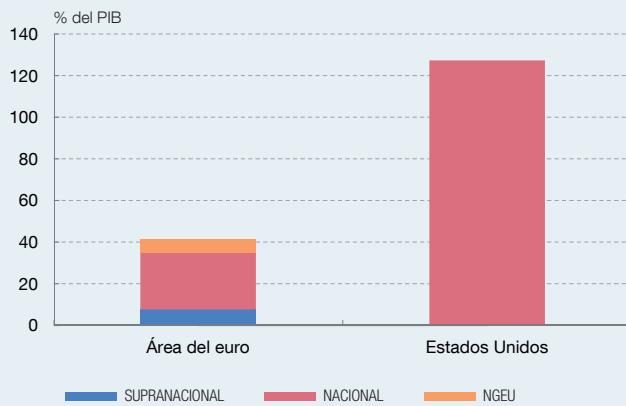
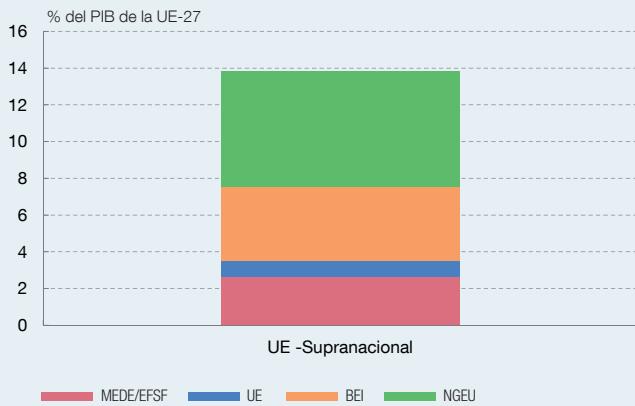


Gráfico 3  
STOCK DE ACTIVOS SEGUROS PANEUROPEOS (AÑO 2019)



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y estadísticas nacionales.

a Deuda pública a largo plazo. Calificación crediticia AAA/AA+ según S&P. Nacional del área del euro incluye Alemania, Austria, Finlandia, Luxemburgo y Países Bajos.

4 Véase I. Kataryniuk, V. Mora-Bajén y J. J. Pérez (2021), *EMU deepening and sovereign debt spreads: using political space to achieve policy space*, Documentos de Trabajo, n.º 2103, Banco de España.

5 Véase "Next Generation EU: Principales características e impacto de su anuncio sobre las condiciones financieras", recuadro 5, «Informe trimestral de la economía española», Boletín Económico, 3/2020, Banco de España.

## Recuadro 2.3

### EL NGEU: UNA INICIATIVA QUE REFUERZA EL PROYECTO EUROPEO (cont.)

reformas a las que destinará los fondos. Las acciones que se van a financiar, que deben estructurarse en torno a un conjunto de seis ejes prioritarios comunes a todos los países, han de implementarse antes de 2026. La ejecución de cada PRR será evaluada semestralmente por la Comisión Europea (CE) de acuerdo con un conjunto

de criterios, que incluyen, entre otros, su alineación con esas prioridades comunes, su contribución al cumplimiento de las recomendaciones específicas que la CE ha dirigido al país<sup>6</sup>, la implementación por parte de ese Estado miembro del pilar europeo de derechos sociales y la asignación de determinados porcentajes

Cuadro 1  
CRITERIOS PARA LA EVALUACIÓN DEL PLAN DE REESTRUCTURACIÓN Y RESILIENCIA (a)

Criterio	Descripción	Calificación necesaria
Respuesta a la situación económica y social	El PRR contribuye de forma global y adecuadamente equilibrada a los seis pilares, teniendo en cuenta los retos específicos del Estado miembro de que se trate, y la contribución financiera del Estado miembro y la ayuda crediticia solicitada	Mayoría de A
Abordaje de recomendaciones específicas de país	El PRR aborda eficazmente todos o un subconjunto significativo de desafíos identificados en las recomendaciones específicas de cada país, o desafíos en otros documentos relevantes adoptados oficialmente por la Comisión en el Semestre Europeo, y el PRR representa una respuesta adecuada a la situación económica y social del Estado miembro de que se trate	A
Crecimiento inteligente, sostenible e integrador	El PRR fortalece el potencial de crecimiento, la creación de empleo y la resiliencia económica, social e institucional del Estado miembro, contribuyendo a la implementación del pilar europeo de derechos sociales, mediante la promoción de políticas para niños y jóvenes, y mitiga el impacto económico y social de la crisis del COVID-19, mejorando así la cohesión económica, social y territorial, y la convergencia dentro de la Unión	A
No daño medioambiental	Ninguna medida causa un daño significativo a los objetivos medioambientales	Mayoría de A
Transición verde	El PRR contiene medidas que contribuyen de manera efectiva a la transición verde, incluida la biodiversidad, y aborda los desafíos derivados de aquella, que representan un monto que supone al menos el 37 % de la asignación total del PRR	A
Transición digital	El PRR contiene medidas que contribuyen de manera efectiva a la transición digital o a abordar los desafíos derivados de esta, y que representan un monto que supone al menos el 20 % de la asignación total del PRR	A
Reformas estructurales	El PRR tiene un impacto duradero en el Estado miembro en cuestión	Mayoría de A
Monitoreo e implementación	Se garantizan un seguimiento y una aplicación eficaces del PRR, incluidos el calendario, los hitos y los objetivos previstos, y los indicadores relacionados	Mayoría de A
Costes plausibles y razonables	La justificación proporcionada por el Estado miembro sobre el importe de los costes totales estimados del PRR es razonable y plausible, se ajusta al principio de rentabilidad y es proporcional al impacto económico y social nacional previsto	Mayoría de A
Prevención de la corrupción, fraude y conflictos de intereses	Las disposiciones propuestas previenen, detectan y corrigen la corrupción, el fraude y los conflictos de intereses cuando se utilicen los fondos proporcionados en el marco del MRR, incluidos los acuerdos que tienen como objetivo evitar la doble financiación del MRR y otros programas de la Unión	Mayoría de A
Acciones coherentes	El PRR contiene medidas para la implementación de reformas y proyectos de inversión pública que representan acciones coherentes	Mayoría de A

**FUENTE:** Elaboración propia, basada en Comisión Europea.

a La Comisión Europea valora los criterios con una calificación desde A (máxima) hasta C (mínima). Los países deben tener una A en los criterios de las filas 2, 3, 5 y 6, y una mayoría de A en el resto.

6 En P. García-Perea, A. Millaruelo, V. M. Mora Bajén y M. C. Sánchez Carretero (2020), *El Semestre Europeo 2020 y las recomendaciones específicas para España*, Notas Económicas, Boletín Económico, 3/2020, Banco de España, se desarrollan las recomendaciones específicas relevantes para esta evaluación.

**EL NGEU: UNA INICIATIVA QUE REFUERZA EL PROYECTO EUROPEO (cont.)**

mínimos del total de los fondos a los objetivos de las transiciones ecológica y digital —el 37 % y el 20 %, respectivamente—. Los criterios considerados incluirán, además, una medición de la eficacia de las medidas adoptadas, en términos del cumplimiento de los hitos y objetivos propuestos por los propios Estados miembros (véase cuadro 1). En 2022, estos deberán revisar el cumplimiento de sus PRR para garantizar que se haya asignado la totalidad del componente de transferencias antes del final de 2023. Además, con anterioridad a esa fecha, cada país podrá modificar su PRR en cualquier momento como consecuencia de la presentación de proyectos adicionales de inversiones o reformas, cuando se proponga que estos sean financiados con el componente de préstamos.

Hasta la fecha, solo se conocen los borradores iniciales de los PRR de la mayoría de Estados miembros, en los que se ha incluido una primera descripción general de sus inversiones públicas proyectadas. Las áreas prioritarias

incluyen la reducción de emisiones causantes del cambio climático, para lo que se proponen proyectos que mejoren la eficiencia energética de los edificios o que impulsen la movilidad eléctrica, por ejemplo, mediante la instalación de estaciones de carga de vehículos eléctricos<sup>7</sup>. Varios países prevén acometer proyectos de gran escala de infraestructuras de transporte, parcialmente financiados con los Fondos de Cohesión. Por su parte, las reformas planteadas se centrarían en aspectos como la simplificación administrativa (Bélgica, Grecia y Alemania), la reforma de la administración de justicia (Grecia y Italia) o la mejora de la sostenibilidad de las finanzas públicas por diversas vías, que incluyen la realización de procesos de revisión del gasto (*spending reviews*) o la introducción de reformas impositivas (Bélgica, Italia y Rumanía). Por último, en cuanto a la gobernanza de los PRR, varios países (Portugal, Bulgaria, Croacia y Grecia) han abierto procesos de consultas públicas en los que los agentes sociales y el público en general han contribuido al diseño de las medidas propuestas.

<sup>7</sup> Véase M. Lopriore y M. Vlachodimitropoulou (2021), *Recovery and resilience plans for the Next Generation EU: a unique opportunity that must be taken quickly, and carefully*, EIPA Paper, European Institute of Public Administration.

## DUALIDAD Y COSTES DE DESPIDO: UN MODELO BASADO EN LA ACUMULACIÓN DE DERECHOS EN FONDOS INDIVIDUALES DE LOS TRABAJADORES

El mercado de trabajo español presenta un elevado grado de dualidad en lo que respecta a las indemnizaciones que reciben los trabajadores al finalizar su relación laboral, siendo estas reducidas para los contratos temporales de corta duración y significativamente más elevadas para los indefinidos con mucha antigüedad<sup>1</sup>. Estas diferencias pueden distorsionar las decisiones de las empresas en los momentos en que tienen que afrontar una reducción de plantilla. En particular, para un mismo nivel de productividad, los ajustes de empleo tienden a recaer, fundamentalmente, en aquellos trabajadores con menores derechos adquiridos, al corresponderles una menor indemnización por despido, como consecuencia de la antigüedad que han acumulado en su puesto de trabajo y del tipo de contrato que mantienen<sup>2</sup>. Además, con frecuencia, la acumulación de estos derechos de indemnización, que solo se pueden percibir en caso de pérdida del empleo por despido, tiende a limitar la movilidad de los trabajadores, pues aquellos que abandonan voluntariamente su puesto de trabajo pierden los derechos que hubieran acumulado hasta ese momento.

Una de las posibilidades que se han considerado para corregir estas deficiencias, tanto en la literatura académica como en el debate público, es la acumulación de un fondo individual a lo largo de la vida laboral<sup>3</sup>. Bajo este sistema, las empresas contribuyen todos los meses a un fondo a nombre del trabajador, que este puede recuperar cuando se produce una pérdida involuntaria del empleo —ya sea como consecuencia de un despido o de la finalización del contrato—. En caso de baja voluntaria, el trabajador no pierde el importe acumulado en el fondo y puede seguir ampliando su cuantía con aportaciones de otros empleadores. Si no lo ha recuperado antes, el trabajador puede disponer del volumen total de recursos acumulado en este fondo en el momento de la jubilación. Como contrapartida a las contribuciones mensuales de las empresas a los fondos individuales de sus trabajadores,

en este sistema, la indemnización que las empresas tendrían que pagar en el momento preciso de producirse un despido se reduce.

La introducción de un sistema de este tipo que sustituyera total o parcialmente al esquema de costes de despido actuales podría tener algunas ventajas relevantes en el medio y largo plazo<sup>4</sup>. En primer lugar, en este sistema, el reparto de los derechos adquiridos a lo largo de la vida laboral sería menos desigual entre los trabajadores, ya que todos ellos, sin excepción, acabarían recibiendo en algún momento los importes que han acumulado en el fondo, mientras que, en la actualidad, solo quienes pierden su empleo pueden recibir estas compensaciones. En segundo lugar, los trabajadores tendrían un mayor incentivo a la movilidad laboral a lo largo de su carrera profesional, ya que las contribuciones acumuladas en el fondo se mantienen en caso de baja voluntaria, mientras que, en el sistema actual, la antigüedad y los derechos adquiridos con ella se pierden al cambiar de empleo. En tercer lugar, desde la perspectiva de las empresas, el hecho de reconocer gradualmente los derechos que sus trabajadores van adquiriendo mediante las aportaciones financieras periódicas al fondo de cada empleado, en lugar de tener que hacer frente a ellos de forma íntegra en el momento de un eventual despido —cuando la situación financiera de las empresas puede ser más vulnerable—, permitiría suavizar en el tiempo posibles tensiones de liquidez. Por último, y relacionado con lo anterior, la decisión de las empresas de prescindir de algunos trabajadores pasaría a estar relativamente más fundamentada en consideraciones de productividad y eficiencia que en diferencias en cuanto a los derechos de indemnización que estos han acumulado, ya que, en el momento del despido, los pagos que tendrían que efectuar las empresas ya no estarían tan vinculados a este último aspecto.

No obstante, a pesar de estos potenciales beneficios a medio y largo plazo, la introducción de un modelo de este

1 A modo de ejemplo, según estimaciones realizadas a partir de la Muestra Continua de Vidas Laborales (MCVL), entre 2013 y 2016, el 10% de los trabajadores que cobraron una indemnización al finalizar su relación laboral recibieron 23 euros o menos, mientras que el 10% de los trabajadores que recibieron las mayores indemnizaciones cobraron 6.400 euros o más.

2 Sobre la evidencia relativa al impacto de la dualidad del mercado laboral español sobre las decisiones de contratación y de despido de las empresas, véase [“Los flujos de creación y de destrucción de empleo por tipo de contrato durante la fase de recuperación”](#), recuadro 6, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2019, Banco de España.

3 Este sistema sería asimilable al denominado «fondo austriaco». El fondo recibe este nombre porque, en 2002, Austria introdujo una reforma de su sistema de costes de despido consistente en sustituir la indemnización pagada por las empresas a sus trabajadores al finalizar la relación laboral por un sistema en el que cada mes las empresas realizan una contribución a una cuenta a nombre del trabajador, equivalente a un determinado porcentaje de su salario.

4 Véase, entre otros estudios, J. I. Conde-Ruiz, F. Felgueroso y J. I. García-Pérez (2011), [«El fondo de capitalización a la austriaca: costes y beneficios de su implantación en España»](#), Estudios Económicos, 6/2011, FEDEA. El papel de un fondo austriaco como complemento de las pensiones de jubilación, con efectos positivos sobre el stock de capital de la economía y la productividad agregada, ha sido analizado recientemente por J. Brogueira de Sousa, J. Díaz-Saavedra y R. Marimon (2018), [Introducing an Austrian Backpack in Spain](#), ADEMU WP series 139.

**DUALIDAD Y COSTES DE DESPIDO: UN MODELO BASADO EN LA ACUMULACIÓN DE DERECHOS EN FONDOS INDIVIDUALES DE LOS TRABAJADORES (cont.)**

tipo no está exenta de ciertas dificultades. La primera tiene que ver con la elección del grado de suficiencia en la determinación de la protección de los trabajadores frente al despido cuando el nuevo sistema estuviese plenamente operativo para la totalidad de los trabajadores. Una segunda cuestión importante, ligada a la anterior, es la relativa a la transición del modelo vigente al nuevo sistema basado en este tipo de mecanismo. En particular, en el momento de introducir el nuevo sistema se plantea la cuestión del reconocimiento de los derechos de indemnización que los trabajadores actuales ya han acumulado previamente bajo el esquema vigente hasta ese momento (y que, por tanto, no están desembolsados en ningún fondo individual).

A continuación, se presenta una simulación con el fin de ofrecer una ilustración cuantitativa acerca de las dos cuestiones anteriores en el contexto reciente del mercado laboral español. Para ello, se construye un escenario hipotético en el que se introduce un modelo de fondo austriaco en el que las empresas realizarían aportaciones periódicas a nombre de cada uno de sus trabajadores, bajo dos hipótesis. En primer lugar, se asume que la introducción de este modelo incluye una reforma de los costes de despido, de modo que, a largo plazo, una vez que todos los trabajadores queden acogidos al nuevo sistema, no se produzca ninguna merma en las cuantías agregadas abonadas a los trabajadores en caso de pérdida del empleo, ni un sobrecoste para las empresas o las arcas públicas. En segundo lugar, se asume el mantenimiento de todos los derechos acumulados bajo el modelo previo hasta el momento de la introducción del nuevo sistema. Bajo estos dos supuestos, que, lógicamente, en cualquier escenario realista serían cuestiones que dilucidar por parte de los agentes sociales, económicos y políticos, se estiman los costes que la introducción de este sistema supondría en el corto plazo, como consecuencia del reconocimiento de los derechos

de indemnización que los trabajadores actuales ya han acumulado.

En cuanto a la primera de las hipótesis anteriores, con la información proporcionada por el Panel de Datos de Empresas y Trabajadores (PET), disponible para el período 2013-2016, se verifica que, con unas aportaciones empresariales a los fondos individuales de los trabajadores equivalentes a seis días por año trabajado y una reducción del 50 % de los costes de despido y de finalización de contrato actuales<sup>5</sup>, en el largo plazo, los costes totales pagados por las empresas —que incluyen tanto las aportaciones periódicas a los fondos individuales como las nuevas indemnizaciones por despido— serían muy similares al total de las indemnizaciones por despido que las empresas deberían abonar bajo el modelo actual (véase cuadro 1, columnas 1 y 2)<sup>6</sup>.

Para la estimación de los costes de transición al nuevo modelo, se utilizan, de nuevo, los datos del PET durante el período 2013-2016 y se asume un escenario hipotético en el que la reforma hubiera entrado en vigor el 1 de enero de 2013<sup>7</sup>. A modo de ejemplo, un trabajador con un salario mensual de 1.500 euros al mes, con inicio de contrato el 1 de enero de 2011, que sufriese un despido objetivo por razones económicas el 31 de diciembre de 2014, percibiría 60 días de sueldo (20 por cada año anterior a la reforma y 10 por cada uno posterior), es decir, 3.000 euros de indemnización. Además, dispondría de otros 600 euros en su fondo individual (6 días por año después de la reforma) para un total de 3.600 euros. Ese mismo trabajador, en el esquema actual sin reforma, percibiría 80 días (20 por cada uno de los 4 años de antigüedad), es decir, 4.000 euros. Por el contrario, si el trabajador se moviese voluntariamente a otra empresa, en el esquema actual no percibiría nada, pero dispondría de un fondo de 600 euros bajo la reforma propuesta. Bajo esta hipótesis, se simulan los costes que ocasionaría cada despido o extinción,

5 Es decir, equivalentes a 16,5 días por año trabajado para despidos improcedentes, a 10 días por año trabajado para los despidos objetivos, y a 6 días por año trabajado para la finalización de contratos temporales. Los topes máximos de indemnización permanecerían inalterados.

6 El ejercicio desarrollado estima los costes de despido y extinción de contrato del sistema actual entre 2013 y 2016, y los compara con los que se hubieran producido si hubiese estado en vigor el sistema propuesto en este recuadro, que combina un fondo austriaco y costes de despido y extinción más reducidos. En ambos sistemas, la cifra total pagada por las empresas es de unos 28.000 millones de euros a lo largo de los cuatro años analizados. Es importante mencionar que una calibración más precisa de este ejercicio debería tener en cuenta las indemnizaciones medias a lo largo de un ciclo económico completo y no únicamente durante el período 2013-2016, pero solo es posible disponer de los datos del PET para este período concreto.

7 Es decir, los despidos cuyo inicio de contrato fue posterior al 1 de enero de 2013 reciben ya la mitad de las indemnizaciones contempladas en el sistema actualmente en vigor (16,5, 10 o 6 días por año trabajado, dependiendo de la causa de finalización), mientras que los despidos cuyo inicio de contrato fue anterior perciben las cuantías establecidas en el sistema actual convenientemente ajustadas según la proporción de tiempo trabajado antes y después de la reforma. Por otra parte, desde el 1 de enero de 2013, todos los trabajadores reciben las contribuciones al fondo austriaco.

**DUALIDAD Y COSTES DE DESPIDO: UN MODELO BASADO EN LA ACUMULACIÓN DE DERECHOS EN FONDOS INDIVIDUALES DE LOS TRABAJADORES (cont.)**

según su causa de baja, su salario y su fecha de inicio de contrato, de modo que se mantuviesen los derechos de indemnización que los trabajadores hubieran acumulado antes de la reforma. Esta última circunstancia origina un sobrecoste con respecto a los recursos necesarios para mantener el sistema a largo plazo, una vez que todos los trabajadores estuviesen acogidos a él.

La columna 3 del cuadro 1 muestra los resultados de esta simulación en cada año. En efecto, en la transición al nuevo sistema, durante el período 2013-2016, el coste total al que tendrían que hacer frente las empresas —que, como se ha mencionado, incluye tanto las aportaciones a los fondos individuales de los trabajadores como las indemnizaciones por despido o extinción de contrato— sería superior en unos 9.000 millones de euros al que deberían abonar bajo el sistema actual. Para cubrir esta brecha, se considera la posibilidad de que el Estado financie una parte de las contribuciones empresariales al nuevo fondo, si bien solo en el corto plazo y de manera

decreciente en el tiempo: cinco días por año trabajado en el primer año después de la reforma, cuatro días en el segundo año, y así sucesivamente, de modo que las empresas se harían cargo totalmente de los pagos al fondo seis años después de aprobarse la reforma.

Las columnas 4 y 5 del cuadro 1 muestran cuáles serían las cantidades que deberían abonar las empresas en concepto de indemnizaciones por despido y de contribuciones a los fondos individuales de los trabajadores, respectivamente. Como se puede apreciar, para el conjunto del período analizado, el total de estas cantidades (columna 6) es muy similar al recogido en la columna 1, que sería el que tendría lugar bajo el sistema actual. Por su parte, la columna 7 del cuadro 1 muestra el coste que este mecanismo de transición supondría para el Estado. En línea con el diseño del mecanismo, dicho coste se iría reduciendo gradualmente cada año y supondría unos 8.000 millones de euros durante el período 2013-2016. Si estas cantidades se extrapolan a 2017<sup>8</sup>,

Cuadro 1

SIMULACIÓN DE LOS COSTES TOTALES PARA LAS EMPRESAS DEL SISTEMA DE COSTES DE DESPIDO ACTUAL Y DE UN SISTEMA MIXTO QUE COMBINA UN FONDO AUSTRIACO Y UNA REFORMA DE LOS COSTES DE DESPIDO

m€	Costes totales pagados por las empresas con el sistema actual	Costes totales teóricos que pagaría las empresas con el sistema mixto en el largo plazo	Costes totales pagados por las empresas con el sistema mixto en la transición, sin mecanismo de apoyo (a) (b)	Costes totales pagados por las empresas con el sistema mixto en la transición, con mecanismo de apoyo (a)			Aportación del Estado a los fondos individuales en la transición al sistema mixto, con mecanismo de apoyo (d)
	(1)	(2)	(3)	Indemnizaciones por despido	Aportaciones a fondos individuales (c)	Total	
2013	7.236	6.832	9.868	6.653	536	7.189	2.679
2014	6.809	6.810	9.057	5.651	1.135	6.786	2.270
2015	7.242	7.194	9.267	5.694	1.786	7.481	1.786
2016	6.501	7.044	8.560	4.767	2.529	7.296	1.264
Total período 2013-2016 (e)	27.998	28.010	37.093	23.082	5.979	29.062	8.031

**FUENTE:** Banco de España, a partir de datos de la Tesorería General de la Seguridad Social (Panel de Datos de Empresas y Trabajadores 2013-2016).

**a** Los costes totales pagados por las empresas con el sistema mixto en la transición suponen que la reforma de los costes de despido se realiza a 1 de enero de 2013. Para los trabajadores que están en alta antes de esa fecha, la empresa tendría que pagar los costes de despido con el sistema actual correspondientes a la antigüedad acumulada hasta el 1 de enero de 2013, más los costes de despido con la reforma (la mitad), correspondientes a la antigüedad acumulada entre el 1 de enero de 2013 y la fecha de la baja en esa empresa.

**b** Nótese que la columna (3) se corresponde con la suma de las columnas (4), (5) y (7).

**c** Las aportaciones a fondos individuales pagadas por las empresas corresponden a un día por año trabajado en 2013, dos días en 2014, tres días en 2015 y cuatro días en 2016.

**d** La aportación del Estado corresponde a cinco días por año trabajado en 2013, cuatro días en 2014, tres días en 2015 y dos días en 2016.

**e** Los costes estimados para el período 2013-2016 no coinciden exactamente con la suma de los costes estimados año a año. Esto es así porque en la estimación del período 2013-2016 se ha utilizado un factor de elevación de cada observación igual a la moda del tamaño de cada empresa a lo largo del período, mientras que anualmente se toma el tamaño de cada empresa en cada año.

<sup>8</sup> El coste total del fondo austriaco es relativamente constante a lo largo de los años considerados. Por tanto, teniendo en cuenta que en 2017 el Estado pagaría un día de contribución, frente a los dos pagados en 2016, el coste en 2017 sería aproximadamente la mitad de los 1.264 millones de euros pagados en 2016.

## DUALIDAD Y COSTES DE DESPIDO: UN MODELO BASADO EN LA ACUMULACIÓN DE DERECHOS EN FONDOS INDIVIDUALES DE LOS TRABAJADORES (cont.)

último año del período transitorio propuesto, el coste total para las arcas públicas de financiar la transición sería de unos 8.660 millones de euros. Estos costes podrían financiarse, al menos parcialmente, mediante el recurso a los fondos del programa NGEU. En efecto, el Reglamento de la Comisión indica que las reformas susceptibles de ser financiadas con estos fondos deben ayudar a potenciar el crecimiento o a mejorar la sostenibilidad económica o medioambiental y cita, como ejemplos concretos, entre otros, las reformas del sistema de pensiones y del mercado de trabajo<sup>9</sup>.

Conviene subrayar que esta ilustración cuantitativa de los posibles requerimientos que comportaría la implementación de un sistema basado en el fondo austriaco en el caso español presenta algunas limitaciones, que se deben tener en cuenta a la hora de interpretar los resultados anteriores. En primer lugar, el análisis realizado es estático, en el sentido de que no se contempla que empresas y trabajadores cambien sus decisiones laborales en respuesta a la introducción del nuevo sistema propuesto. Ciertamente, este aspecto es poco realista. Por una parte, las empresas podrían ser más propensas a despedir al reducirse a la mitad el coste marginal de esa decisión, y estos despidos no estarían tan concentrados en los trabajadores de menor antigüedad. Frente a esta posibilidad, de cara a reforzar los incentivos de las empresas para interiorizar los costes derivados de la extinción de una relación laboral (tanto en términos de la situación del trabajador como del gasto en prestaciones por desempleo), podría considerarse la introducción de un sistema de bonificaciones y penalizaciones (*bonus-malus*) que redujese las cotizaciones a la Seguridad Social de las empresas con menor rotación laboral, y viceversa. Por otra parte, la movilidad laboral de los trabajadores previsiblemente aumentaría al verse reducidas las reticencias de estos a

perder sus derechos adquiridos y el temor a ser los primeros despedidos al cambiar de empresa. Esta mayor movilidad voluntaria, por su parte, permitiría a los trabajadores encontrar un mejor emparejamiento entre sus habilidades y su puesto de trabajo, con el consiguiente beneficio agregado para la economía<sup>10</sup>.

En segundo lugar, la información disponible en el PET restringe el período de análisis a los años comprendidos entre 2013 y 2016, un período de recuperación económica. En este sentido, es necesario tener en cuenta que la calibración exacta de los parámetros de la simulación anterior podría sufrir cambios si se considerase un período más largo que combinara distintas fases cíclicas<sup>11</sup>. Por todo ello, es necesario interpretar con la debida cautela las cuantificaciones aquí descritas.

Por último, es importante destacar que, aunque, desde un punto de vista agregado, las cuantías destinadas a la protección del empleo no variarían en el largo plazo bajo la calibración empleada en la simulación, su distribución sí lo haría, de forma que algunos tipos de empresas y de trabajadores podrían resultar beneficiados por la reforma, al tiempo que otros colectivos se verían perjudicados con respecto a la situación actual<sup>12</sup>. En concreto, las empresas con más despidos podrían verse relativamente favorecidas en el nuevo sistema, por lo que, como ya se ha señalado, podría ser adecuado complementarlo con algún esquema *bonus-malus* que mitigara este sesgo. Asimismo, por el lado de los trabajadores, los despedidos con menor antigüedad y aquellos trabajadores que cambian voluntariamente de puesto de trabajo se verían particularmente beneficiados en el nuevo sistema. El estudio pormenorizado de estos efectos redistributivos y de las políticas que podrían desplegarse para mitigarlos deberá ser objeto de un análisis en profundidad en el futuro.

9 Véase Comisión Europea (2020), «*Commission Staff Working Document. Guidance to Member States Recovery and Resilience Plans*», SWD 205 final,

10 Véase, por ejemplo, A. Kettmann, F. Kramarz y J. Zweimüller (2017), *Job Mobility and Creative Destruction: Flexicurity in the Land of Schumpeter*, Working Paper, n.º 256, Department of Economics, University of Zurich. Los efectos de equilibrio general inducidos a través de un mayor grado de movilidad y eficiencia en el emparejamiento entre trabajadores y puestos de trabajo pueden aumentar más aún los efectos positivos sobre el conjunto de la economía, como muestran J. Brogueira de Sousa, J. Díaz-Saavedra y R. Marimon (2018), «*Introducing an Austrian Backpack in Spain*», ADEMU WP series 139.

11 En principio, la MCVL podría usarse para hacer una calibración más precisa. No obstante, en esta muestra, la información de las causas del fin de la relación laboral antes de 2013 es deficiente, especialmente en el caso de los trabajadores temporales, ya que las bajas por fin de contrato no pueden distinguirse del resto de las bajas. Bajo el supuesto de que todas las finalizaciones de contrato temporal no voluntarias son por fin de contrato (que son mayoría desde 2013), se encuentra que el total de las indemnizaciones pagadas con la reforma propuesta a lo largo de los años 2000-2019 sería muy similar al que implica el sistema actual, con un reparto temporal menos concentrado en los períodos recesivos.

12 Véase A. Hijzen y A. Salvatori (2021), *Introducing individual savings accounts for severance pay in Spain: An ex-ante assessment of the distributional effects*, OECD Social, Employment and Migration, Working Papers, n.º 259, OECD Publishing, París.



# 3

## LOS EFECTOS DE LA CRISIS DEL COVID-19 SOBRE LOS SECTORES PRODUCTIVOS EN ESPAÑA: IMPLICACIONES ECONÓMICAS Y FINANCIERAS



## 1 Introducción

**La crisis causada por la pandemia de COVID-19 ha elevado la situación de vulnerabilidad y los riesgos que afrontan los sectores productivos de la economía española.** Al comienzo de la pandemia, el descenso de los ingresos, junto con la existencia de pagos fijos, dio lugar a un incremento de las necesidades de liquidez de las empresas y de los empresarios individuales, en un contexto de creciente incertidumbre y de mayor preocupación de los prestamistas sobre los riesgos asumidos. Esta situación elevó el riesgo de que algunos de estos agentes no pudieran atender sus obligaciones de pago (riesgo de liquidez). No obstante, la actuación decidida y contundente de las autoridades económicas contribuyó a mitigar este riesgo, de modo que una proporción amplia de estos agentes con necesidades de liquidez pudieron cubrirlas recurriendo a nuevas deudas. Con la prolongación de la crisis, la preocupación se ha desplazado hacia los riesgos relacionados con el deterioro de la posición patrimonial de las empresas y de los empresarios individuales asociado al aumento de los pasivos ajenos y al descenso de los beneficios, especialmente en los sectores más afectados por la crisis.

**Esta mayor vulnerabilidad de los sectores productivos podría suponer un obstáculo para la recuperación económica a través de distintas vías** (véase esquema 3.1). En efecto, la evidencia histórica muestra que las empresas muy endeudadas presentan un menor dinamismo en sus decisiones de inversión y de contratación de trabajadores. Además, si este deterioro se llegara a manifestar en problemas de solvencia empresarial, podría producirse una pérdida persistente de tejido productivo y de empleo. Es posible que esta situación impactara también sobre la situación patrimonial de las entidades financieras si los problemas de solvencia empresarial afectaran a una proporción relevante de su cartera de crédito. Ello podría llevar, en situaciones extremas, a que los bancos afectados tuvieran dificultades para atender las peticiones de financiación de los hogares y de las empresas, lo que limitaría el avance de la demanda agregada y frenaría la recuperación económica.

**La relevancia de estos riesgos en el momento actual justifica un seguimiento especialmente estrecho de la situación económica y financiera, tanto de los sectores productivos como de las entidades de depósito.** La identificación temprana de estos riesgos es clave para que las autoridades económicas puedan introducir las medidas correctoras necesarias para evitar su materialización. Desde el comienzo de la crisis se ha desplegado un amplio abanico de medidas que han contribuido a mitigar estos riesgos. En el futuro, las actuaciones adicionales que puedan adoptarse deberán ir ajustándose en función de la evolución macrofinanciera.

## VULNERABILIDAD DE LOS SECTORES PRODUCTIVOS: INDICADORES, EFECTOS ECONÓMICOS Y POLÍTICAS

	Corto plazo	Medio plazo
Indicadores	<p><b>Riesgo de liquidez</b> Cuando las necesidades de liquidez son más elevadas que los colchones de liquidez de las empresas (activos líquidos y líneas de crédito)</p>	<p><b>Baja rentabilidad</b> Cuando la rentabilidad del activo es negativa</p> <p><b>Endeudamiento elevado</b> Cuando la ratio de la deuda financiera neta sobre los resultados corrientes supera un determinado umbral</p>
Efectos económicos y financieros	<p><b>Quiebra</b>, que genera un impacto económico a través de:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1 Desaparición de tejido productivo y empleo</li> <li>2 Posible contracción de la oferta de crédito si los impagos de la deuda afectan a una proporción destacada de la cartera crediticia de los bancos</li> </ol>	<p><b>Obstáculo a los planes de inversión y contratación de trabajadores (exceso de deuda o <i>debt overhang</i>)</b></p>
Políticas económicas	<ol style="list-style-type: none"> <li>1 Apoyo a las rentas (ERTE)</li> <li>2 Retraso en los pagos (moratorias de préstamos, contribuciones a la SS)</li> <li>3 Apoyo al crédito: <ul style="list-style-type: none"> <li>— Avales ICO</li> <li>— TLTRO III</li> </ul> </li> </ol>	<p><b>Apoyo a las rentas (ERTE)</b></p>

FUENTE: Banco de España.

**En este capítulo se analiza cómo ha impactado la crisis del COVID-19 sobre la vulnerabilidad y los riesgos de los sectores productivos de la economía española, y sobre la situación de las entidades de depósito.** En primer lugar, se revisa cómo ha afectado la crisis a la liquidez de las empresas y de los empresarios individuales, y posteriormente se valoran los cambios en su posición patrimonial y el alcance de los problemas de viabilidad y de solvencia. A continuación, se discuten las implicaciones macroeconómicas de esta evolución y el papel que desempeñan las políticas económicas. El capítulo concluye con un análisis del impacto de estos desarrollos sobre la situación financiera de las entidades de depósito.

## 2 Los riesgos de liquidez a corto plazo de los sectores productivos

### 2.1 Las necesidades de liquidez de las empresas

**Los ingresos de las empresas se redujeron con intensidad en 2020 como consecuencia de la crisis del COVID-19, aunque existe una elevada dispersión**

## VULNERABILIDAD DE LOS SECTORES PRODUCTIVOS: INDICADORES, EFECTOS ECONÓMICOS Y POLÍTICAS

		Largo plazo
Indicadores		
		<b>Viabilidad</b> Las empresas con <b>riesgo de viabilidad</b> son aquellas cuyos resultados corrientes esperados para 2023 son negativos
<b>Solvencia</b> Las empresas <b>sobreendeudadas viables</b> son aquellas con resultados corrientes esperados para 2023 positivos y cuya ratio de deuda neta esperada en 2022 sobre resultados corrientes para 2023 supera un determinado umbral		
Efectos económicos y financieros	<b>1 Quiebra de empresas inviables</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>— Desaparición de tejido productivo y de empleo</li> <li>— Posible contracción de la oferta de crédito si los impagos de la deuda afectan a una proporción destacada de la cartera crediticia de los bancos</li> </ul> <b>2 Supervivencia de empresas inviables (zombificación)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>— Asignación ineficiente de recursos, que perjudica al crecimiento económico a largo plazo</li> </ul> <b>3 Liquidación ineficiente de empresas viables sobreendeudadas</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>— Desaparición de tejido productivo y de empleo</li> <li>— Posible contracción de la oferta de crédito si los impagos de la deuda afectan a una proporción destacada de la cartera crediticia de los bancos</li> </ul>	
Políticas económicas	<b>1 Dirigidas a empresas sobreendeudadas viables</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>— Apoyo a las rentas (ERTE)</li> <li>— Ayudas directas</li> <li>— Recapitalización</li> <li>— Reestructuración de deudas</li> <li>— Mejora de los procedimientos de reestructuración</li> </ul> <b>2 Dirigidas a las empresas inviables</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>— Mejora de los procedimientos de liquidación de empresas</li> </ul>	

FUENTE: Banco de España.

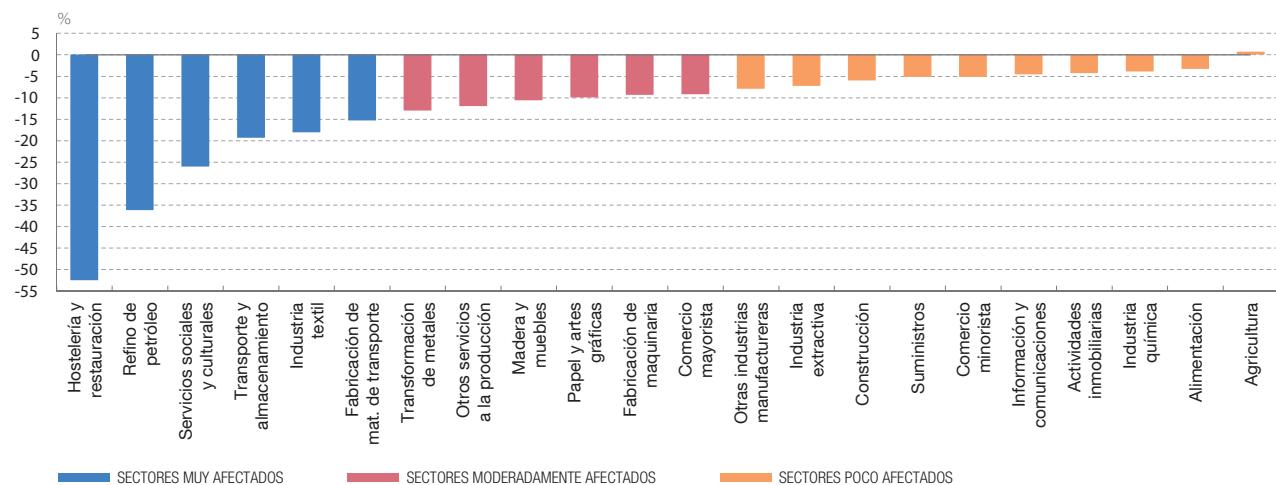
**en función del sector y del tamaño.** Las medidas tomadas por las autoridades para limitar la expansión de la pandemia, junto con la caída de la demanda de bienes y servicios asociada al aumento de la incertidumbre y a las dificultades para acometer determinados gastos, han supuesto, en muchos casos, un descenso notable de la facturación empresarial. Este descenso ha sido muy heterogéneo por ramas de actividad, y ha sido más acusado en la hostelería y la restauración (con una caída superior al 50 %), la industria de refino de petróleo, los servicios sociales y culturales, el transporte y el almacenamiento, la industria textil y la fabricación de material de transporte, todas ellas con retrocesos superiores al 15 % (véase gráfico 3.1.1). En este capítulo, estos sectores se clasifican dentro del grupo de los

## Gráfico 3.1

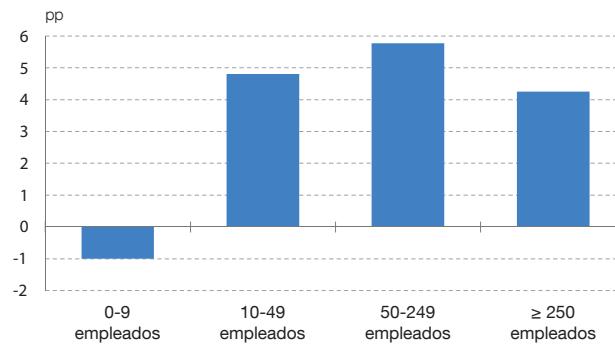
### EL IMPACTO DEL COVID-19 SOBRE LOS INGRESOS EMPRESARIALES HA SIDO INTENSO, PERO MUY HETEROGENEO

La crisis del COVID-19 ha supuesto caídas de la facturación empresarial generalizadas, pero de distinta intensidad según el sector y el tamaño de las empresas. Las actividades más afectadas por la pandemia suponen en torno al 25 % del empleo y alrededor del 20 % del saldo de crédito.

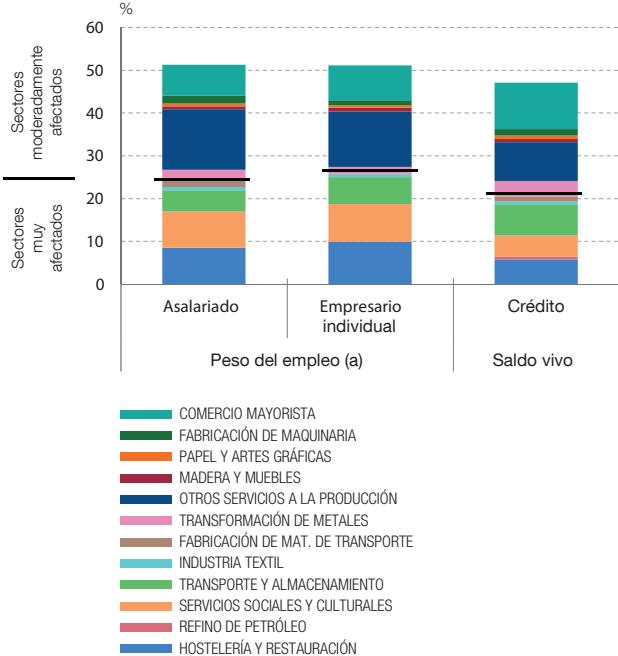
1 EVOLUCIÓN DE LA FACTURACIÓN EMPRESARIAL EN 2020, POR SECTORES  
Variación interanual



2 FACTURACIÓN EMPRESARIAL EN 2020, POR TAMAÑO  
Variación interanual (en diferencia sobre media sector)



3 PESO EN EL EMPLEO Y EN EL CRÉDITO DE LOS SECTORES MÁS AFECTADOS. DICIEMBRE DE 2019



FUENTES: Agencia Estatal de Administración Tributaria, Seguridad Social y Banco de España.

a) Calculado sobre los afiliados medios a la Seguridad Social en diciembre de 2019.



muy afectados por la pandemia, mientras que aquellos con disminuciones de las ventas de entre el 15 % y el 8 % se asignan al grupo de sectores moderadamente afectados<sup>1</sup>. A finales de 2019, los sectores muy afectados por la pandemia suponían el 24 % del empleo asalariado, el 26 % de los autónomos y el 21 % del saldo de crédito bancario. Por su parte, el peso de los sectores moderadamente afectados en estas variables se situaba en el 27 %, el 25 % y el 27 %, respectivamente. Por tamaños, dentro de cada rama, las microempresas (empresas de menos de diez trabajadores) han sido las más perjudicadas en términos de la evolución de sus ventas (véase gráfico 3.1.2). En todo caso, más allá de la dimensión, se observa una elevada heterogeneidad intrasectorial en la evolución de los ingresos de las empresas en 2020.

**La caída de los ingresos de las empresas elevó sus necesidades de liquidez.** La fuerte reducción del volumen de negocio, unida a los costes fijos existentes, dio lugar a un aumento de la proporción de compañías que generaron déficits en su actividad de explotación, es decir, que no tuvieron ingresos suficientes para cubrir los pagos corrientes por suministros, alquileres, gastos financieros y costes de personal. A estos déficits hay que añadir las necesidades de liquidez derivadas de su inversión en activos fijos y de la amortización de su deuda. Todo ello dio como resultado un aumento de las necesidades de liquidez, entendidas como la suma de los tres componentes anteriores.

**Entre abril y diciembre de 2020, el 70 % de las empresas no financieras españolas habrían presentado necesidades de liquidez, de acuerdo con los resultados obtenidos a partir de microsimulaciones realizadas por el Banco de España<sup>2</sup>.** Esto supone 13 pp más con respecto a un escenario contrafactual (hipotético) de ausencia de pandemia (véase gráfico 3.2.1). En todo caso, y en línea con lo comentado anteriormente en relación con la caída de la facturación, el impacto de la crisis sobre las necesidades de liquidez de las empresas habría sido heterogéneo. Por tamaño, el porcentaje de empresas con necesidades de liquidez sería algo superior en las de menor dimensión. Por sectores, los muy afectados serían aquellos en los que una mayor proporción de empresas habrían presentado déficits de liquidez (el 80 %).

**Las necesidades de liquidez agregadas del sector corporativo habrían ascendido a unos 233 mm de euros entre el segundo y el cuarto trimestre de 2020**

---

1 El resto forman parte del grupo de sectores poco afectados.

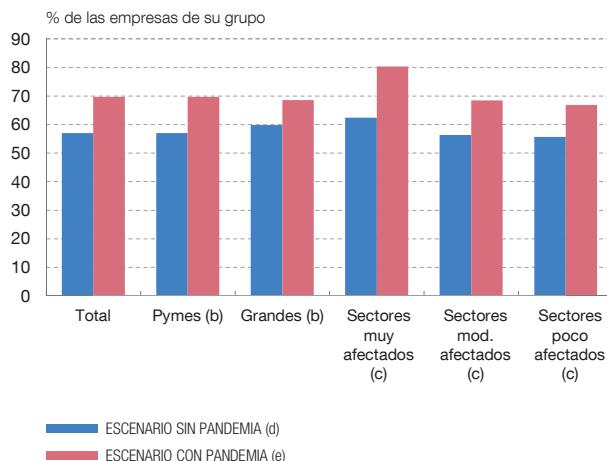
2 Para realizar estos ejercicios se ha utilizado la información de la Central de Balances Integrada (CBI), que contiene datos de unas 400.000 empresas para 2019, último ejercicio disponible, y de la Central de Información de Riesgos de diciembre de 2019 y de marzo de 2020. Las estimaciones recogen la mediana de cien microsimulaciones en las que a cada empresa se le asigna de manera aleatoria una variación de las ventas en 2020 tal que se replica la distribución observada de estas para cada sector y tamaño de empresa. Estas simulaciones se realizan con el fin de introducir heterogeneidad en el comportamiento de las ventas de las empresas dentro de cada sector y con un determinado tamaño. Los importes obtenidos se han elevado al total nacional a partir de la información disponible en el Directorio Central de Empresas sobre el número de compañías por sector y segmento de tamaño. Para más detalles sobre la metodología, véase Blanco *et al.* (2021).

Gráfico 3.2

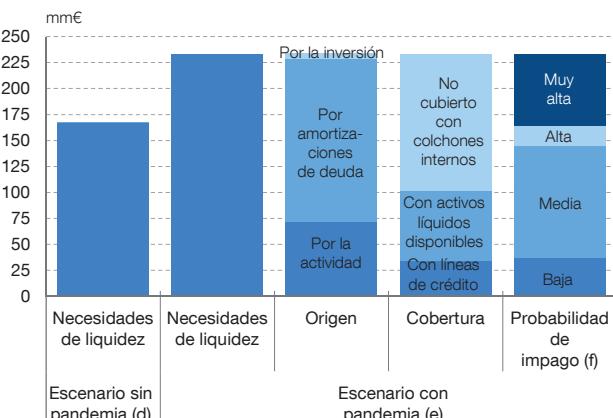
**LA PANDEMIA HA ELEVADO LOS RIESGOS DE LIQUIDEZ DE LAS EMPRESAS**

El 70 % de las empresas habrían presentado necesidades de liquidez entre el segundo y el cuarto trimestre de 2020, lo que supone unos 233 mm de euros. Los colchones de liquidez de las empresas cubrían menos de la mitad de este déficit de liquidez. Además, alrededor de 90 mm de euros procedían de compañías con un perfil de riesgo alto.

1. PORCENTAJE DE EMPRESAS CON NECESIDADES DE LIQUIDEZ.  
II TR-IV TR 2020 (a)



2. LIQUIDEZ: NECESIDADES, ORIGEN, COBERTURA Y PROBABILIDAD DE IMPAGO DE LAS EMPRESAS. II TR-IV TR 2020 (a)



FUENTE: Banco de España.

- a Excluye holdings y empresas del sector de servicios financieros.
- b La definición de tamaño está en línea con la Recomendación de la Comisión Europea 2003/361/CE.
- c Se definen como sectores muy afectados aquellos cuyas ventas han caído más de un 15 % en 2020, como moderadamente afectados aquellos cuyas ventas han caído entre un 8 % y un 15 %, y como poco afectados el resto.
- d Escenario contrafactual en el que el crecimiento del PIB está en línea con el escenario publicado por el Banco de España en diciembre de 2019.
- e Los resultados que se muestran corresponden a la mediana de cien microsimulaciones en las que a cada empresa se le asigna de manera aleatoria una variación de las ventas en 2020 tal que se replica la distribución observada de estas para cada sector y tamaño de empresa.
- f Se considera que la probabilidad de impago es muy alta si esta es superior al 5 %, alta si está entre el 3 % y el 5 %, media si está entre el 0,5 % y el 3 %, y baja si es inferior al 0,5 %.



(véase gráfico 3.2.2). Las políticas fiscales de apoyo a las rentas —como la mayor facilidad para realizar ERTE y el aplazamiento del pago de alquileres, cotizaciones sociales e impuestos— contribuyeron a reducir las necesidades de liquidez de las empresas<sup>3</sup>. Pero, aun así, se estima que el déficit de liquidez generado entre abril y diciembre fue unos 67 mm de euros más elevado que en un escenario contrafactual sin pandemia. La mayor parte de estas necesidades de liquidez procedían de la amortización de la deuda viva.

**A pesar de que las empresas contaban con colchones de liquidez elevados, dada la magnitud de la perturbación, estos eran insuficientes para cubrir una parte significativa de las necesidades de liquidez agregadas.** Para hacer frente a estas necesidades, las empresas pueden recurrir, en caso de presentar dificultades

<sup>3</sup> Para una descripción de estas medidas, véase el recuadro 1.3 del capítulo 1 de este Informe.

de acceso a la financiación externa, a sus activos líquidos, así como al importe no dispuesto de las líneas de crédito concedidas. Desde la crisis financiera de 2008, las empresas habían venido acumulando activos líquidos, particularmente en el caso de las pymes. No obstante, se estima que el conjunto del sector corporativo podía cubrir, como máximo, el 44 % de sus necesidades de liquidez entre el segundo y el cuarto trimestre de 2020 haciendo un uso completo de sus colchones (véase gráfico 3.2.2). Además, el desglose de las necesidades de liquidez muestra que cerca del 37 % de las empresas no disponían de recursos internos suficientes para cubrirlas.

**Las dificultades para cubrir internamente los déficits de liquidez, junto con el previsible endurecimiento del acceso a la financiación externa, incrementaron en un primer momento el riesgo de liquidez del sector corporativo.** Este riesgo, que refleja la capacidad para afrontar los pagos comprometidos, puede comportar graves perjuicios para el desarrollo de la actividad productiva si se materializa y, en casos extremos, poner en peligro la supervivencia de las empresas, con el consiguiente impacto en términos de destrucción de empleo y de tejido productivo. Este riesgo no solo depende de la cuantía del déficit, sino también de la facilidad para cubrirlo. En este sentido, como se ha señalado anteriormente, dado que una proporción significativa de las empresas no podían cubrir sus necesidades de liquidez usando los activos líquidos y las líneas de crédito disponibles, una parte de tales necesidades las tenían que atender mediante financiación externa. Además, como la crisis del COVID-19 aumentó la incertidumbre macroeconómica y la preocupación de los prestamistas sobre los riesgos de crédito, inicialmente hizo prever un endurecimiento en el acceso al crédito, especialmente en el caso de las empresas con peor perfil crediticio. Hay que tener en cuenta que una parte destacada de las necesidades de liquidez estimadas (casi 90 mm de euros) procedían de compañías con un perfil de riesgo alto<sup>4</sup> (véase gráfico 3.2.2).

## 2.2 La financiación de las necesidades de liquidez

**La rápida y contundente actuación de las autoridades nacionales y supranacionales ha contribuido a mitigar en gran medida estos riesgos de liquidez.** Las líneas de avales públicos destinadas a la financiación empresarial gestionadas por el ICO y las medidas aplicadas en el ámbito de las políticas monetarias y financieras han estimulado la oferta de financiación. Así, como señala la EPB, en el segundo trimestre de 2020 las entidades de crédito relajaron los criterios de concesión de préstamos a las empresas, lo que contrasta con el fuerte

---

<sup>4</sup> Se considera que el perfil de riesgo es alto cuando la probabilidad de impago de la deuda es superior al 3 %. Este umbral se corresponde con las categorías 7 y 8 de la escala de calidad crediticia (CQS). Las probabilidades de impago se obtienen a partir de los resultados de los modelos estadísticos desarrollados por el Departamento de Riesgos Financieros del Banco de España para asignar calificaciones crediticias. Para más información, véase [Gavilá, Maldonado y Marcelo \(2020\)](#).

endurecimiento de la oferta crediticia al inicio de la crisis financiera de 2008<sup>5</sup>. La situación de partida del sistema bancario, significativamente más sólida al comienzo de la actual crisis que entonces, así como la distinta naturaleza de la crisis actual, que no tiene un origen financiero, también habrían contribuido a la expansión de la oferta crediticia durante la primera ola de la pandemia. No obstante, según la EPB, a partir del tercer trimestre de 2020 se habría producido un cierto endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito a las empresas como resultado de la mayor preocupación de las entidades financieras por los riesgos, dados el contexto de elevada incertidumbre y la prolongación de la crisis sanitaria. En los mercados de deuda corporativa, el coste de la financiación, que se elevó de forma significativa con la irrupción de la pandemia, tendió a reducirse gradualmente, sobre todo tras el anuncio del lanzamiento del PEPP por parte del BCE.

**En este contexto de condiciones de financiación favorables, un número elevado de empresas y de empresarios individuales recurrieron a la financiación ajena, principalmente al crédito bancario, para cubrir sus necesidades de liquidez.** Así, según las cuentas financieras, en 2020 la captación neta de recursos financieros por parte de las empresas alcanzó los 43 mm de euros (véase gráfico 3.3.1). A ello contribuyeron principalmente los préstamos bancarios (35 mm de euros, frente al flujo negativo de 9 mm de euros de media en años previos) y, en menor medida, los recursos en forma de capital (17 mm de euros), la emisión de valores de deuda corporativa (11 mm de euros), el crédito procedente del exterior (6 mm de euros) y el crédito interempresarial (2 mm de euros). En cambio, el flujo neto del crédito comercial habría sido negativo (29 mm de euros), en línea con la fuerte caída de la actividad empresarial<sup>6</sup>.

**La financiación bancaria creció en mayor medida en los sectores que se han visto más afectados por la pandemia y, por lo tanto, con mayores necesidades de financiación.** El crédito a actividades productivas creció, en 2020, un 7,9 % en comparación con un año antes (véase gráfico 3.3.2). El desglose por ramas evidencia que este dinamismo del crédito está relacionado con el impacto de la crisis en la facturación de las empresas. Así, en los sectores muy afectados por la pandemia el avance fue del 17,9 %; en los moderadamente afectados, del 10,6 %, y en el resto, del 2,6 %.

**El incremento del endeudamiento bancario de las sociedades no financieras y de los empresarios individuales ha sido muy heterogéneo.** Un 35 % del saldo de la deuda bancaria se encontraba, a finales de 2020, en los balances de empresas y de empresarios individuales, cuya deuda bancaria se incrementó, en ese ejercicio,

5 Véase Menéndez y Mulino (2021a).

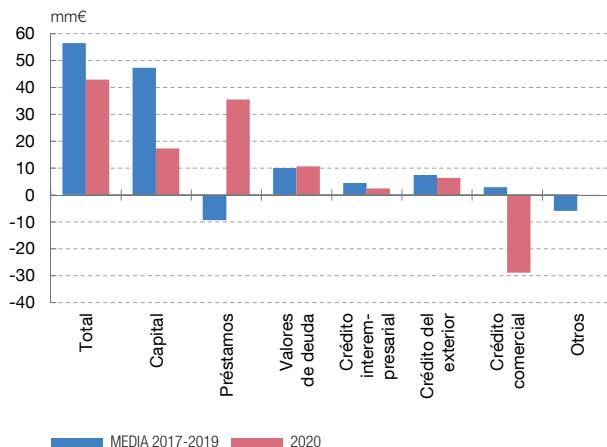
6 Si se supone que se mantienen la fracción de las compras y de las ventas que se pagan a plazo y el período medio de cobro y pago, la caída de la actividad se traduce en un menor saldo de deudas comerciales pendientes de pago.

### Gráfico 3.3

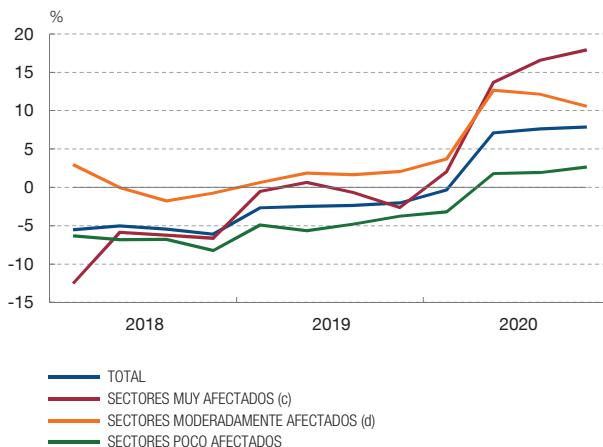
## EN 2020, LAS EMPRESAS HAN CUBIERTO SUS NECESIDADES DE LIQUIDEZ RECURRIENDO FUNDAMENTALMENTE A LA FINANCIACIÓN BANCARIA

La financiación bancaria ha sido el principal recurso que han usado las empresas para cubrir sus necesidades de financiación, seguido del capital y de la emisión de deuda corporativa. Este recurso al crédito ha sido mayor en aquellos sectores más afectados por la pandemia, si bien existe una elevada heterogeneidad entre empresas. Los microdatos de la CBT confirman esta evolución.

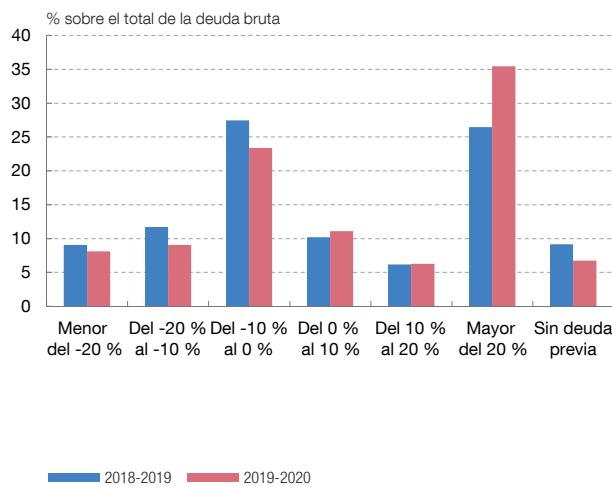
1 FLUJOS FINANCIEROS NETOS DE PASIVO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)



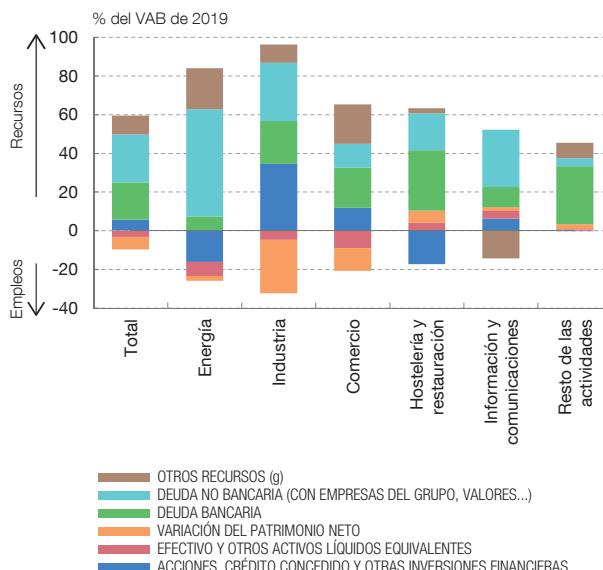
2 CRÉDITO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS POR SECTOR (b)  
Variación interanual



3 DISTRIBUCIÓN DE LA VARIACIÓN DE LA DEUDA BRUTA DE LAS EMPRESAS Y DE LOS EMPRESARIOS INDIVIDUALES



4 RECURSOS Y EMPLEOS DE LAS EMPRESAS CON NECESIDADES DE LIQUIDEZ. II TR 2020-IV TR 2020. CBT (e) (f)



FUENTE: Banco de España.

- a Flujos acumulados de los tres primeros trimestres de cada año.
- b Se excluye el sector de la intermediación financiera.
- c Los sectores muy afectados son aquellos cuya facturación ha caído más de un 15 % en 2020, esto es: hostelería y restauración, refino de petróleo, servicios sociales y culturales, transporte y almacenamiento, industria textil y fabricación de material de transporte.
- d Los sectores moderadamente afectados son aquellos cuya facturación ha caído más de un 8 %, pero menos de un 15 %, en 2020, esto es: transformación de metales, otros servicios a la producción, madera y muebles, papel y artes gráficas, fabricación de maquinaria y comercio mayorista.
- e La CBT es la encuesta trimestral de la Central de Balances.
- f Excluye holdings y empresas del sector de servicios financieros.
- g Incluye otras cuentas a cobrar distintas de clientes, otros acreedores comerciales distintos de proveedores y el resto de los activos y pasivos (netos).



más de un 20 %, frente al 26 % de un año antes (véase gráfico 3.3.3). En el extremo opuesto, casi un tercio de las empresas y de los empresarios individuales redujeron su saldo de préstamos en más de un 20 %, una proporción, sin embargo, algo inferior a la observada un año antes. Entre las empresas y los empresarios individuales que no estaban previamente endeudados con entidades de crédito nacionales, el incremento de la deuda bancaria en 2020 fue menor que el observado un año antes. Esto podría ser un indicio de que estos agentes tuvieron mayores dificultades a la hora de financiarse mediante crédito bancario.

**Los microdatos disponibles correspondientes a 2020 también evidencian que las empresas habrían cubierto el grueso de sus necesidades de liquidez mediante el recurso al endeudamiento.** Así, la información de la muestra de la Central de Balances Trimestral (CBT), formada por unas 800 empresas —entre las que predominan las de tamaño grande—, señala un elevado aumento de los recursos ajenos para el grupo de empresas con déficit de liquidez entre el segundo y el cuarto trimestre de 2020, tanto a través del endeudamiento bancario como de otro tipo de instrumentos (principalmente, préstamos recibidos del grupo empresarial) (véase gráfico 3.3.4).

**Se estima que el conjunto de las empresas no financieras españolas habrían cubierto cerca de la mitad de sus necesidades de liquidez mediante préstamos bancarios que vencen más allá de 2020.** Concretamente, la cobertura habría sido del 48 %; 34 pp se explican por los préstamos acogidos a los programas de avales públicos (véase gráfico 3.4.1). Para las compañías con un acceso, *a priori*, más difícil a la financiación externa, como las de menor tamaño y las que presentan un mayor riesgo de crédito, la proporción que representan los préstamos acogidos a los programas de avales gestionados por el ICO sobre el total de fondos brutos captados es comparativamente más alta. Esta evidencia sugiere, por tanto, que estos programas habrían favorecido el acceso al crédito para este tipo de compañías. En cambio, las empresas sin deuda bancaria previa apenas habrían cubierto el 8 % de sus necesidades de liquidez mediante préstamos bancarios, de los cuales algo más del 60 % estaban avalados por las líneas del ICO. La evidencia disponible sugiere que este último resultado podría explicarse, al menos en parte, por las dificultades que tuvieron estas compañías en su acceso a la financiación ajena<sup>7</sup>. Por tanto, estas habrían cubierto previsiblemente una parte destacada de sus necesidades de liquidez mediante el uso de sus colchones de liquidez. En todo caso, hay que tener en cuenta que las ratios de liquidez de estas empresas son comparativamente más elevadas que las del conjunto del sector corporativo, lo que mitiga los riesgos de que no puedan atender los pagos comprometidos. Por otra parte, el gráfico 3.4.2 muestra que la financiación avalada por las líneas del ICO contribuyó de forma decisiva al aumento del saldo de préstamos de las empresas y,

---

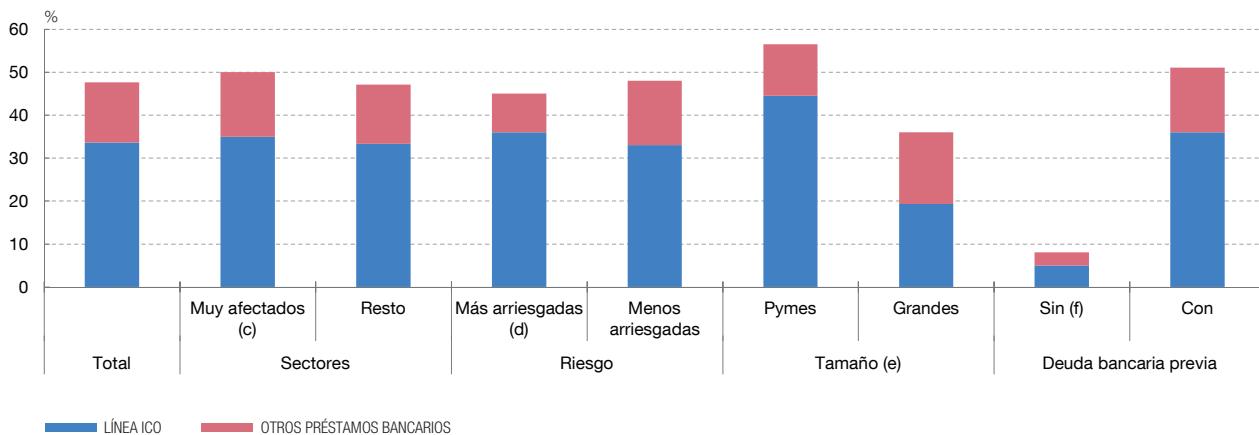
<sup>7</sup> Véase Arce *et al.* (2021).

Gráfico 3.4

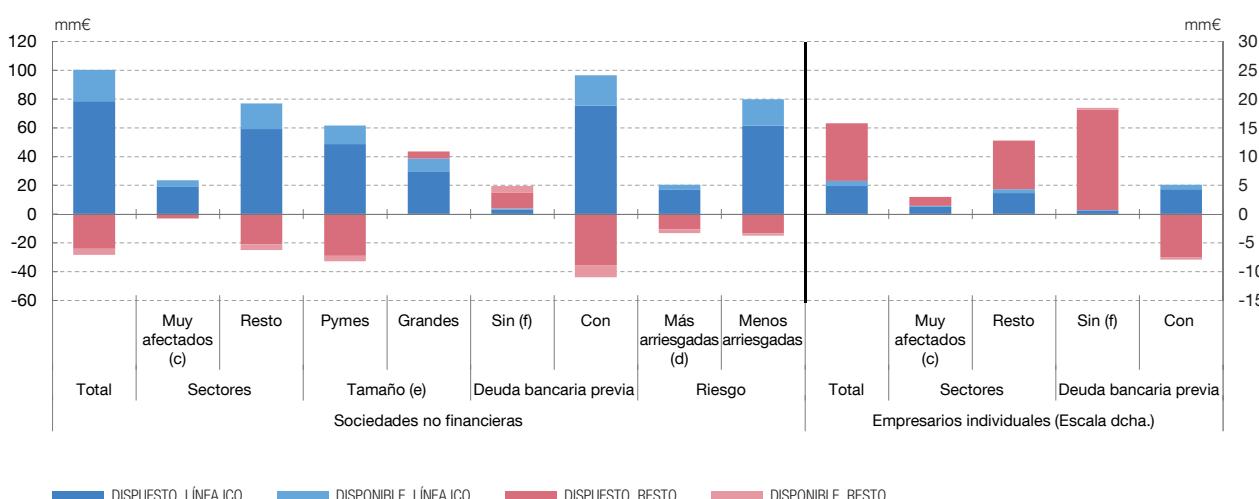
### LAS LÍNEAS DE AVALES PÚBLICOS HAN DESEMPEÑADO UN PAPEL MUY RELEVANTE EN LA COBERTURA DE LAS NECESIDADES DE LIQUIDEZ DE LAS EMPRESAS

El 48 % de las necesidades de liquidez se habrían cubierto con crédito bancario, del cual el 71 % habría sido mediante los programas de avales públicos. Esta financiación avalada, que habría sido más relevante, en términos relativos, en las empresas muy afectadas por la pandemia, las más arriesgadas y las pymes, contribuyó decisivamente al incremento del saldo de crédito de las compañías.

1 COBERTURA DE LAS NECESIDADES DE LIQUIDEZ DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS SEGÚN SECTOR, TAMAÑO Y RIESGO. MARZO-DICIEMBRE DE 2020 (a) (b)



2 VARIACIÓN EN EL SALDO DE CRÉDITO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS. FEBRERO-DICIEMBRE DE 2020



FUENTE: Banco de España.

- a Incluye nuevas operaciones de crédito (dispuesto y disponible), pero no la disposición de líneas de crédito previamente concedidas.
- b Solo se consideran las operaciones crediticias con vencimiento posterior a 2020, ya que aquellas que vencen dentro de 2020 tendrían que volver a refinanciarse. Las necesidades de liquidez de las empresas se definen a partir de la simulación de la actividad ordinaria de la empresa durante 2020 y de la amortización de las deudas entre marzo y diciembre de 2020.
- c Los sectores muy afectados son aquellos cuya facturación ha caído más de un 15 % en 2020, esto es: hostelería y restauración, refino de petróleo, servicios sociales y culturales, transporte y almacenamiento, industria textil y fabricación de material de transporte.
- d Las empresas más arriesgadas son aquellas cuya probabilidad de impago es superior al 5 %.
- e La definición de tamaño está en línea con la recomendación de la Comisión Europea 2003/361/CE. Las empresas de dimensión reducida que forman parte de un grupo empresarial no se clasifican como pymes
- f Las empresas sin deuda previa con entidades de crédito son aquellas que no habían dispuesto de ningún crédito ni tenían líneas de crédito a comienzos de febrero de 2020, según la información disponible en el Registro de Crédito del Banco de España.



en menor medida, de los empresarios individuales. Concretamente, se observa que, para el conjunto del sector de empresas no financieras, los préstamos no avalados tuvieron una contribución negativa al avance de la deuda. El desglose por tamaño muestra esta misma evolución en el caso de las pymes. En cambio, en las grandes empresas la contribución del crédito sin aval al crecimiento de su deuda fue positiva, aunque reducida.

### 2.3 La situación de liquidez a finales de 2020

**El uso de las líneas del ICO ha favorecido una mejora en el perfil de vencimientos de la deuda de las empresas y de los empresarios individuales, así como una reducción de su coste medio.** Así, la estructura de vencimientos de la deuda bancaria de estos agentes muestra un desplazamiento, entre 2019 y 2020, desde el corto plazo (menos de un año) hacia el medio plazo (entre tres y cinco años), que es especialmente intenso en el caso de las empresas (véase gráfico 3.5.3). Por su parte, durante el mismo período, el peso de la deuda bancaria con un tipo de interés medio inferior al 3 % aumentó en 4 pp en el caso de las sociedades no financieras y en 2 pp para los empresarios individuales, en detrimento de la que tiene un coste superior (véase gráfico 3.5.4). En ambos casos, a esta evolución ha contribuido el recurso a las líneas del ICO, que tienen condiciones de financiación muy favorables en términos tanto de tipos de interés como de plazo de concesión<sup>8</sup>.

**Una parte del incremento del endeudamiento empresarial durante 2020 no se habría destinado a cubrir las necesidades de liquidez a corto plazo, sino a acumular colchones por motivos precautorios.** Los datos de la CBT correspondientes a 2020 señalan que existe una relación positiva entre el aumento del endeudamiento bruto y la acumulación de activos líquidos (véase gráfico 3.5.1). Por lo tanto, el incremento del endeudamiento neto de muchas empresas habría sido menor que el de su deuda bruta, por lo que su posición patrimonial no se habría deteriorado tanto como lo que sugieren los datos brutos. Este aumento de los colchones de liquidez se aprecia más claramente en la parte más alta de la distribución de la ratio de liquidez (véase gráfico 3.5.2). En esta misma línea, se observa que, en conjunto, las empresas con necesidades de liquidez de esta muestra no habrían recurrido a sus activos líquidos para cubrir su déficit de liquidez. De hecho, incluso habrían aumentado sus tenencias de este tipo de activos, salvo en el caso de las compañías de la rama de hostelería y, en menor medida, de la de información y comunicaciones (véase gráfico 3.3.4). En el extremo opuesto, existe un grupo de compañías que habrían amortizado deuda deshaciéndose de una parte de sus activos líquidos. Estas empresas, que representan el 43 % de la muestra,

---

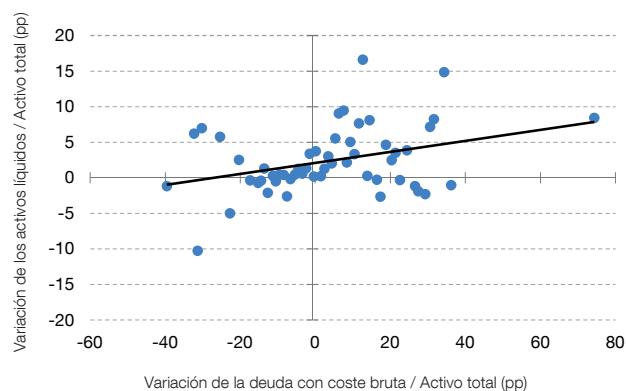
<sup>8</sup> Véase Alves *et al.* (2020).

Gráfico 3.5

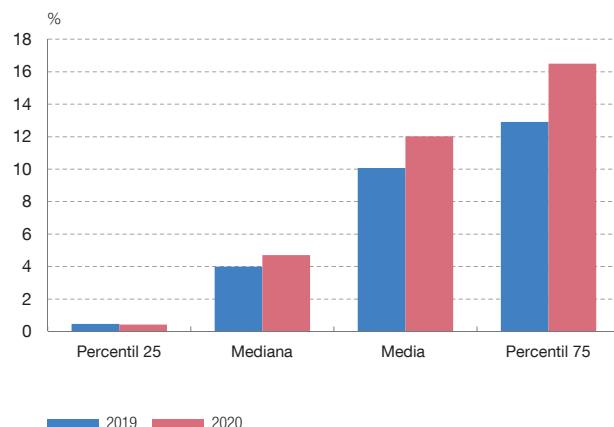
### UNA PARTE DEL AUMENTO DE LA DEUDA EMPRESARIAL SE HABRÍA DESTINADO A ACUMULAR COLCHONES DE LIQUIDEZ POR MOTIVOS PRECAUTORIOS

Las líneas del ICO han permitido mejorar la estructura de financiación de las empresas alargando los plazos de vencimiento y reduciendo el coste medio de la deuda bancaria. El incremento de la deuda neta ha sido menor que el de la bruta, ya que una parte de esta se habría destinado a acumular colchones de liquidez.

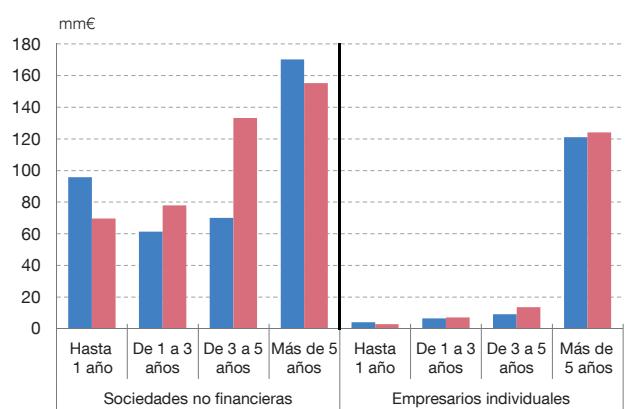
1 RELACIÓN ENTRE LA VARIACIÓN DE LA DEUDA BRUTA Y LA DE LOS ACTIVOS LIQUIDOS EN 2020. CBT (a) (b)



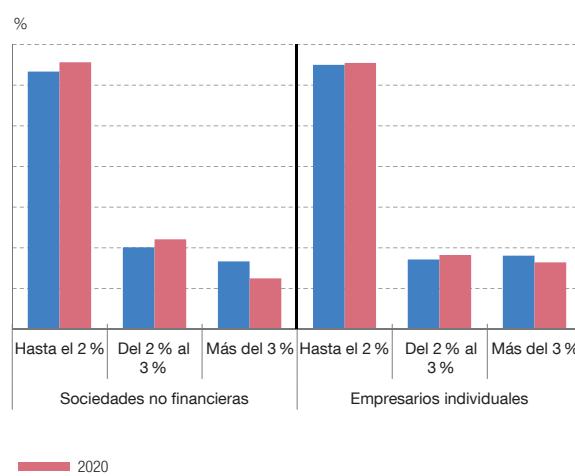
2 DISTRIBUCIÓN DE LA RATIO DE LIQUIDEZ DE LAS EMPRESAS. CBT (a) (c)



3 DISTRIBUCIÓN DE LA DEUDA BANCARIA SEGÚN PLAZO DE VENCIMIENTO



4 DISTRIBUCIÓN DE LA DEUDA BANCARIA SEGÚN TIPO DE INTERÉS



FUENTE: Banco de España.

- a La CBT es la encuesta trimestral de la Central de Balances.
- b Los activos líquidos se definen como efectivo y otros activos líquidos equivalentes. Cada punto del gráfico corresponde a la media de la variación de la deuda con coste bruta sobre el activo total y a la media de la variación de los activos líquidos sobre el activo total que se obtienen en intervalos de una longitud de 1 pp de la variación de la deuda relativa al activo. Solo se consideran aquellos intervalos en los que hay más de una empresa.
- c La ratio de liquidez se define como el efectivo y otros activos líquidos equivalentes sobre el activo total de la empresa.



partían de unas ratios de liquidez significativamente más elevadas que las de las empresas que han aumentado sus colchones de liquidez<sup>9</sup>.

**A pesar del aumento de los colchones de liquidez de muchas empresas y del perfil más favorable de los vencimientos de la deuda, persisten algunos riesgos de liquidez.** En efecto, se estima que las necesidades de financiación de los sectores más afectados por la pandemia serían todavía relativamente elevadas en 2021 (aunque significativamente más moderadas que en 2020), ya que no se prevé que a corto plazo recuperen sus niveles de actividad y de rentabilidad previos a la crisis. Además, la información más reciente sobre las condiciones de financiación que proporciona la EPB apunta a un cierto endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos, que, si se prolongara o intensificara, podría dificultar la financiación de algunas empresas.

## 3 La vulnerabilidad financiera de las empresas a medio y a largo plazo

### 3.1 La rentabilidad

**La información de la CBT evidencia que, durante 2020, la rentabilidad media del activo de esta muestra descendió más de 2 pp.** Esta evolución fue resultado de la fuerte contracción de la actividad, que no se vio suficientemente compensada por el descenso de los gastos de personal, y del notable retroceso de los ingresos financieros, como consecuencia, fundamentalmente, de los menores dividendos recibidos. Por su parte, el porcentaje de empresas con rentabilidad negativa aumentó en 8 pp, hasta el 34 %.

**Los ejercicios de microsimulación realizados por el Banco de España para el conjunto del sector empresarial también arrojan un descenso muy significativo de la rentabilidad en 2020, aunque con una heterogeneidad elevada<sup>10</sup>.** La caída en la rentabilidad mediana de las pymes habría sido de 5 pp y se habría situado en valores negativos, del -1,2 %, mientras que, en las empresas grandes, el retroceso sería de 4,3 pp, hasta el 1 % (véase gráfico 3.6.1). El descenso en el percentil 25 de

9 Los resultados obtenidos a partir de un test de medias que compara las características de las empresas en 2019 dependiendo de si estas han disminuido o no sus activos líquidos en 2020 indican que las compañías que han usado sus colchones de liquidez en dicho año tenían una ratio de activos líquidos más elevada con anterioridad al inicio de la pandemia. Sin embargo, no se observan diferencias estadísticamente significativas de los niveles de significatividad estándar en lo referente a su tamaño, rentabilidad o endeudamiento.

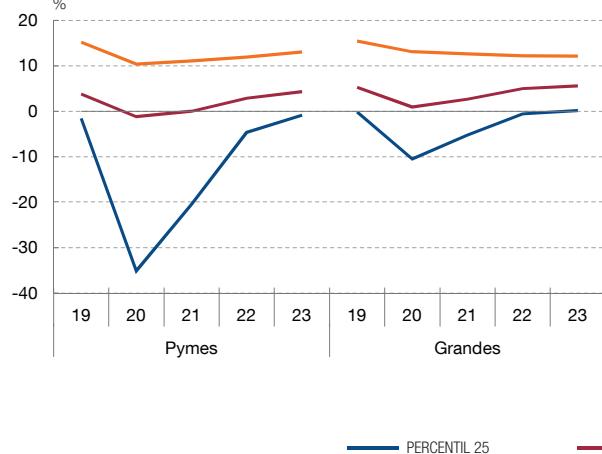
10 Se simula a partir de la información de la CBI para 2019 y de la Agencia Tributaria para 2020, así como de los cambios asociados con la evolución económica prevista de acuerdo con el escenario central de las proyecciones macroeconómicas publicadas en marzo de 2021 por el Banco de España, y elevando los resultados obtenidos al total del sector empresarial. Se presenta la mediana de cien microsimulaciones en las que a cada empresa se le asigna de manera aleatoria una variación de las ventas en 2020 tal que se replica la distribución observada de estas para cada sector y tamaño de empresa. Para 2023, se supone que las empresas recuperan un nivel de ventas compatible con la evolución esperada del VAB sectorial en términos nominales entre 2019 y 2023. Entre 2021 y 2023, las ventas se interpolan entre sus niveles de 2020 y 2023 de acuerdo con el crecimiento del VAB sectorial. Para más detalles sobre la metodología, véase Blanco *et al.* (2021).

Gráfico 3.6

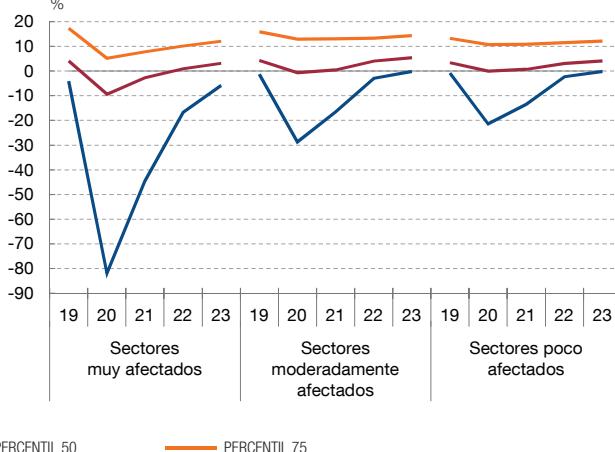
**EN 2020 SE HABRÍA REDUCIDO SIGNIFICATIVAMENTE LA RENTABILIDAD DE LAS EMPRESAS COMO CONSECUENCIA DE LA CRISIS DEL COVID-19, Y A PARTIR DE 2021 SE RECUPERARÍA GRADUALMENTE**

De acuerdo con las microsimulaciones realizadas, el deterioro de la rentabilidad habría sido especialmente intenso en los sectores más afectados por la crisis del COVID-19. A partir de 2021 se produciría una recuperación gradual de la rentabilidad de las empresas. La mediana de rentabilidad para el conjunto del sector corporativo no recuperaría los niveles registrados antes de la pandemia hasta 2023.

1 DISTRIBUCIÓN DE LA RENTABILIDAD DEL ACTIVO. DESGLOSE POR TAMAÑO (a) (b)



2 DISTRIBUCIÓN DE LA RENTABILIDAD DEL ACTIVO. DESGLOSE POR SECTOR (a) (c)



FUENTE: Banco de España.

a Rentabilidad del activo (ROA) = (Resultado ordinario neto + Gastos financieros) / Activo neto de recursos ajenos sin coste. Resultados obtenidos a partir de simulaciones consistentes con la evolución económica prevista por el escenario central de las proyecciones macroeconómicas publicadas por el Banco de España en marzo de 2021. Los resultados que se muestran en estos paneles corresponden a la mediana de cien microsimulaciones en las que a cada empresa se le asigna de manera aleatoria una variación de las ventas en 2020 tal que se replica la distribución observada de estas para cada sector y tamaño de empresa.

b La definición de tamaño está en línea con la Recomendación de la Comisión Europea 2003/361/CE.

c Se definen como sectores muy afectados por la crisis del COVID-19 aquellos cuyas ventas habrían caído más de un 15 % en 2020, como moderadamente afectados aquellos cuyas ventas habrían caído entre un 8 % y un 15 %, y como poco afectados el resto.



la distribución de la rentabilidad, por debajo del cual se concentran las empresas menos rentables, sería de mayor intensidad, en especial en el caso de las pymes. La proporción de empresas con rentabilidad negativa habría aumentado en 24 pp en el caso de las pymes, hasta el 55 %, y en 18 pp en el de las grandes, situándose en un 45 %. El detalle por ramas de actividad muestra que el deterioro habría sido sustancialmente mayor en los sectores muy afectados, con una caída de la rentabilidad mediana desde el 4,1 % hasta el -9,4 % (véase gráfico 3.6.2).

**A partir de 2021 se espera un aumento gradual y heterogéneo de la rentabilidad de las empresas, en línea con la recuperación de la actividad económica que recoge el escenario central de las últimas proyecciones macroeconómicas del Banco de España<sup>11</sup>.** La recuperación de los niveles de rentabilidad precrisis sería más lenta en las compañías que operan en los sectores cuyas ventas han sufrido una mayor caída en 2020. Así, mientras que en las ramas moderadamente afectadas y

11 Se corresponde con el escenario macroeconómico central de las proyecciones del Banco de España de marzo de 2021. Para más información, véase Banco de España (2021).

poco afectadas los niveles de rentabilidad medianos superarían, en 2023, los registrados antes de la pandemia, en las muy afectadas este indicador seguiría estando, en ese año, por debajo de los niveles precrisis.

### 3.2 La posición patrimonial

**El aumento de la deuda y el descenso de la rentabilidad pueden traducirse en un deterioro de la posición patrimonial de algunas empresas.** Para aproximar esta posición, en esta sección se utilizan tres indicadores: uno analiza el nivel de fondos propios, y los otros dos, el endeudamiento. El primero explora la proporción de empresas que presentan un patrimonio neto negativo. Aunque esta situación —que es resultado principalmente de la acumulación de pérdidas durante un período prolongado— no implica de forma automática la quiebra de una empresa, sí supone un elemento importante de vulnerabilidad, porque eleva la probabilidad de que este evento ocurra en el futuro. En cuanto a los indicadores de endeudamiento, el primero de ellos, que se calcula como la ratio entre la deuda financiera neta (deuda financiera menos activos líquidos) y la suma de esta y el patrimonio neto, refleja la estructura de los pasivos de las empresas. El segundo, que se calcula como la ratio entre la deuda financiera neta y los resultados corrientes (resultado económico bruto más ingresos financieros), aproxima la capacidad de devolución de la deuda financiera con los recursos generados en el ejercicio.

**La información de la CBT para 2020 evidencia un deterioro de la posición financiera de las empresas de esta muestra, atribuible en mayor medida al descenso de los beneficios, ya que el aumento de deuda neta habría sido moderado.** Según los datos disponibles en esta encuesta, la proporción de compañías con patrimonio neto negativo aumentó en 2020, pasando de un 3 % a un 4 %, debido fundamentalmente a las pérdidas generadas a lo largo del año. En cuanto a los indicadores de endeudamiento, la información de la CBT evidencia que la distribución de empresas según el peso de la deuda neta en los balances corporativos no presentó cambios muy significativos en 2020, lo que refleja que los incrementos de la deuda neta fueron relativamente moderados en la mayoría de las empresas de esta muestra. Como se ha comentado en la sección anterior, ello estaría en parte vinculado con el hecho de que una proporción del aumento de la deuda bruta se habría destinado a acumular colchones de liquidez. En cambio, la distribución de las empresas según la ratio de deuda neta sobre los resultados corrientes señala un deterioro más acusado. Estos resultados apuntan, por tanto, a que la mayor presión financiera experimentada por las empresas de esta muestra como consecuencia de la crisis del COVID-19 se debería en mayor medida a la caída de los beneficios empresariales que al aumento del volumen de deuda neta, que habría sido moderado para el conjunto del sector<sup>12</sup>.

---

12 Véase Menéndez y Mulino (2021b).

**Los ejercicios de microsimulación realizados por el Banco de España muestran un deterioro más marcado de la posición patrimonial para el conjunto del sector empresarial<sup>13</sup>.** Así, la proporción de empresas con patrimonio neto negativo habría aumentado en más de 9 pp en 2020 (véase gráfico 3.7.1.1). Por otra parte, el porcentaje de las que presentan una estructura de financiación más vulnerable, entendidas como aquellas en las que la ratio de deuda neta sobre el balance se sitúa por encima del 75 %, se habría incrementado 7 pp el pasado año. Y la proporción de compañías para las que la ratio entre la deuda neta y los resultados corrientes es superior a 10 o tienen excedentes negativos habría crecido 15 pp (véanse gráficos 3.7.1.1 y 3.7.1.2).

**El aumento del grado de vulnerabilidad habría alcanzado a todos los tamaños de empresa y sectores de actividad, pero sería algo más intenso en el segmento de las compañías de menor dimensión y, sobre todo, en las ramas más afectadas por la crisis.** Los ejercicios de microsimulación evidencian que el aumento, en 2020, del porcentaje de empresas con patrimonio neto negativo y con niveles elevados de endeudamiento habría sido algo superior en las pymes que en el segmento de grandes. Por sectores, los que habrían mostrado un mayor deterioro en los tres indicadores analizados serían los considerados muy afectados por la crisis (véanse gráficos 3.7.1 y 3.7.2). También es destacable que, en las ramas más afectadas por la crisis, la proporción de empresas más vulnerables, de acuerdo con estos indicadores, partía antes de la crisis de niveles más elevados que los del resto de los sectores.

**La evolución prevista para los próximos años asociada al último escenario macroeconómico central del Banco de España, de marzo de 2021, evidencia una progresiva estabilización de los indicadores relacionados con la estructura de los balances, mientras que la ratio de deuda sobre excedentes retornaría gradualmente a niveles similares a los previos a la crisis.** Los ejercicios de simulación anticipan que la proporción de empresas con patrimonio neto negativo y la de aquellas cuyo peso de la deuda en el balance es superior al 75 % se elevarían moderadamente en 2021, y se mantendrían prácticamente estables en los dos años siguientes. En cambio, la recuperación de la actividad permitiría que, a partir de 2021, se fuera reduciendo significativamente la proporción de compañías con valores de la ratio de deuda neta sobre los resultados corrientes superiores a 10 o con excedentes negativos. De este modo, en 2023 se alcanzarían unos porcentajes de empresas vulnerables, de acuerdo con este último indicador, próximos, aunque aún algo superiores, a los anteriores a la pandemia, excepto en el caso de los sectores muy afectados por la crisis, en los que estos seguirían siendo claramente más elevados.

---

13 Véase nota a pie de página 10.

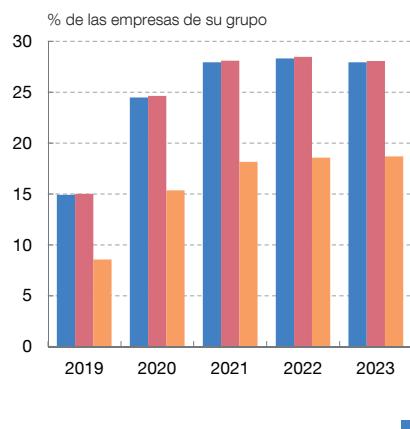
### Gráfico 3.7

#### EN 2020 SE HA DETERIORADO LA POSICIÓN FINANCIERA DE ALGUNAS EMPRESAS COMO CONSECUENCIA DE LA CRISIS DEL COVID-19. A PARTIR DE 2021 SE PREVÉ UNA MEJORA GRADUAL

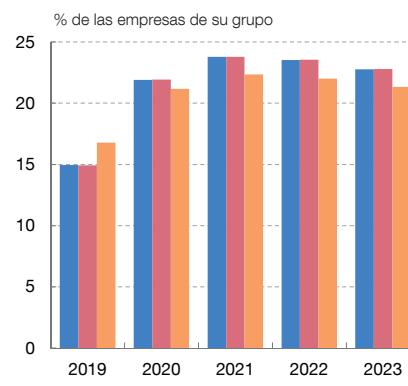
El deterioro de la posición financiera de las empresas habría sido más intenso en las pymes y en los sectores más afectados por la crisis. A partir de 2021 se espera un descenso gradual de la proporción de empresas vulnerables, en línea con la recuperación económica que se anticipa.

##### 1 DESGLOSE POR TAMAÑO (a) (c)

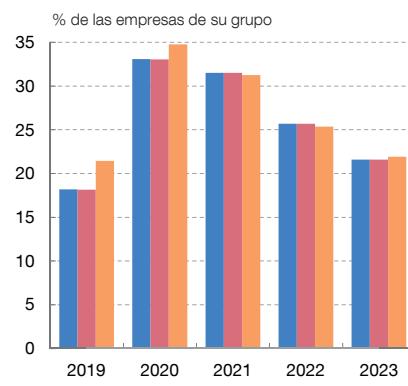
###### 1.1 EMPRESAS CON PATRIMONIO NETO NEGATIVO



###### 1.2 EMPRESAS MÁS VULNERABLES DE ACUERDO CON LA RATIO DEUDA FINANCIERA NETA / (DEUDA FINANCIERA NETA + PATRIMONIO NETO) (d)

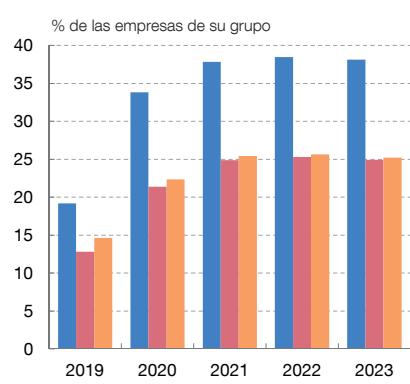


###### 1.3 EMPRESAS MÁS VULNERABLES DE ACUERDO CON LA RATIO DEUDA FINANCIERA NETA / (RESULTADO ECONÓMICO BRUTO + INGRESOS FINANCIEROS) (d)

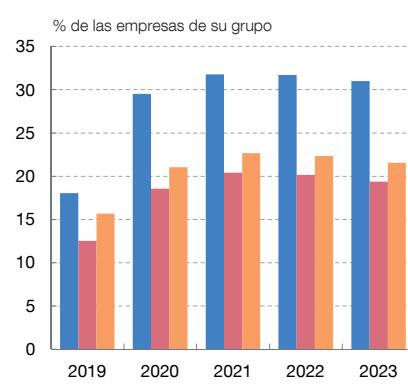


##### 2 DESGLOSE SECTORIAL (b) (c)

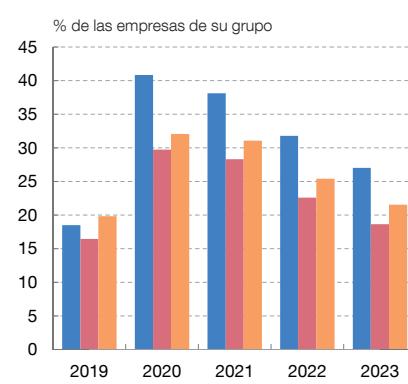
###### 2.1 EMPRESAS CON PATRIMONIO NETO NEGATIVO



###### 2.2 EMPRESAS MÁS VULNERABLES DE ACUERDO CON LA RATIO DEUDA FINANCIERA NETA / (DEUDA FINANCIERA NETA + PATRIMONIO NETO) (d)



###### 2.3 EMPRESAS MÁS VULNERABLES DE ACUERDO CON LA RATIO DEUDA FINANCIERA NETA / (RESULTADO ECONÓMICO BRUTO + INGRESOS FINANCIEROS) (d)



FUENTE: Banco de España.

- a El total excluye *holdings*, sector de servicios financieros, promoción inmobiliaria y compraventa de inmuebles por cuenta propia. La definición de tamaño está en línea con la Recomendación de la Comisión Europea 2003/361/CE.
- b Se definen como sectores más afectados aquellos cuyas ventas habrían caído más de un 15 % en 2020, como moderadamente afectados aquellos cuyas ventas habrían caído entre un 8 % y un 15 %, y como poco afectados el resto.
- c Resultados obtenidos a partir de simulaciones consistentes con la evolución económica prevista por el escenario central de las proyecciones macroeconómicas publicadas por el Banco de España en marzo de 2021. Los resultados que se muestran en estos paneles corresponden a la mediana de cien microsimulaciones en las que a cada empresa se le asigna de manera aleatoria una variación de las ventas en 2020 tal que se replica la distribución observada de estas para cada sector y tamaño de empresa.
- d La deuda financiera neta se define como los recursos ajenos con coste menos los activos líquidos y las inversiones financieras a corto plazo. Se definen como empresas más vulnerables aquellas en que la ratio Deuda financiera neta / (Deuda financiera neta + Patrimonio neto) es mayor de 0,75 o en que la ratio Deuda financiera neta / (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) es mayor de 10 o con deuda financiera neta positiva y resultados nulos o negativos.



### 3.3 Los riesgos sobre la viabilidad y la solvencia empresarial

**El fuerte retroceso de la rentabilidad de las empresas en 2020 y la lenta recuperación posterior, junto con el aumento del endeudamiento, podrían generar daños persistentes sobre la situación financiera de algunas empresas.** Para aproximar estos efectos se utilizan dos indicadores, que miden, respectivamente, los riesgos de que las empresas, como consecuencia de la crisis, dejen de ser viables y de que presenten problemas de solvencia (empresas sobreendeudadas). Las que presentan riesgo de ser inviables se definen como aquellas que acumularían pérdidas de forma continuada entre 2020 y 2023. Por su parte, las compañías sobreendeudadas viables son aquellas con rentabilidad positiva en 2023 pero que tendrían dificultades para devolver su deuda con los flujos de caja futuros esperados. Se considera que se da esta última circunstancia cuando la ratio entre la deuda neta estimada para 2022 y los resultados corrientes de 2023 supera un determinado umbral<sup>14</sup>. Es importante notar que la existencia de estos riesgos no implica necesariamente un deterioro significativo en la capacidad de reembolso de los préstamos bancarios a corto plazo. Por una parte, porque, en muchos casos, una parte importante del endeudamiento de las empresas que presentan estos riesgos no tiene su origen en este tipo de deuda. Por otra parte, este análisis no tiene en cuenta la estructura de vencimientos de la deuda, que es un determinante importante del patrón temporal de los posibles impagos<sup>15</sup>.

**De acuerdo con las microsimulaciones realizadas por el Banco de España<sup>16</sup>, como consecuencia de la crisis del COVID-19, la proporción de empresas con riesgo de ser inviables aumentaría de forma moderada.** Concretamente, se elevaría, en comparación con un escenario contrafactual de ausencia de pandemia, entre 2 pp y 3 pp, dependiendo de si se considera el escenario macroeconómico central o un escenario más adverso<sup>17</sup> (véase gráfico 3.8.1). El peso en el empleo del sector de sociedades no financieras de las empresas que pasarían a estar en esta situación se situaría entre el 2,7 % y el 3,7 %, mientras que, en términos de deuda bruta total<sup>18</sup>, los pesos correspondientes serían más bajos (del 0,6 % y del 1 %,

---

14 La deuda neta se define como los pasivos ajenos (con coste y sin coste) menos el efectivo y otros activos líquidos equivalentes, las inversiones financieras a corto plazo, las existencias y la deuda pendiente de cobro.

15 En particular, la probabilidad de que se produzcan impagos será más elevada cuanto mayor sea el peso de la deuda que vence a corto plazo.

16 Se simula a partir de la información de la CBI para 2019 y de la Agencia Tributaria para 2020, así como de los cambios asociados con la evolución económica prevista de acuerdo con dos escenarios (central y severo) incluidos en las proyecciones macroeconómicas publicadas en marzo de 2021 por el Banco de España, y elevando los resultados obtenidos al total del sector empresarial. Se presenta la mediana de cien microsimulaciones en las que a cada empresa se le asigna de manera aleatoria una variación de las ventas en 2020 tal que se replica la distribución observada de estas para cada sector y tamaño de empresa. Para 2023 se supone que las empresas recuperan un nivel de ventas compatible con la evolución esperada del VAB sectorial en términos nominales entre 2019 y 2023. Entre 2021 y 2023, las ventas se interpolan entre sus niveles de 2020 y 2023 de acuerdo con el crecimiento del VAB sectorial. Para más detalles sobre la metodología utilizada, véase Blanco *et al.* (2021).

17 El escenario más adverso se corresponde con el escenario severo de las proyecciones del Banco de España de marzo de 2021.

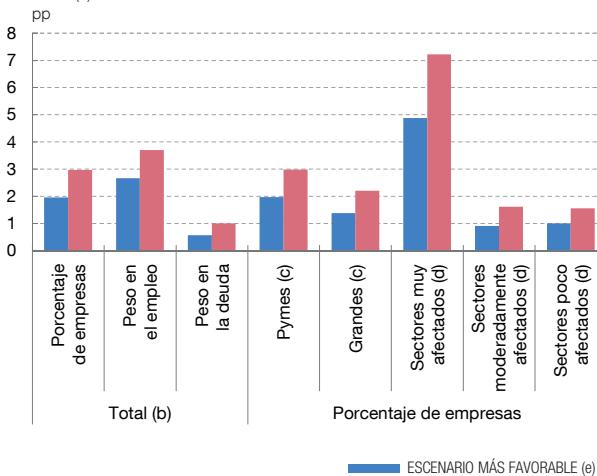
18 Incluye deuda con coste y sin coste.

Gráfico 3.8

### LA CRISIS DEL COVID-19 HA ELEVADO LA PROPORCIÓN DE EMPRESAS CON RIESGOS DE INVIALIDAD E INSOLVENCIA

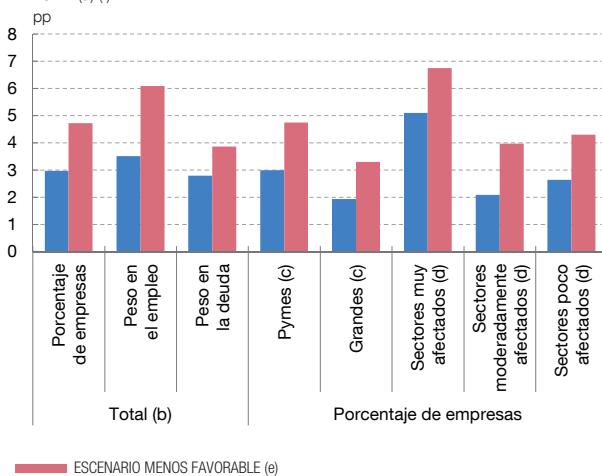
El deterioro de la posición financiera de las empresas, junto con el descenso de los flujos de caja futuros esperados, ha provocado que aumenten tanto la proporción de empresas con riesgo de ser inviables como la de aquellas con problemas de sobreendeudamiento pero viables. La deuda no sostenible de las empresas que habrían pasado a estar en esta última situación como consecuencia de la crisis oscilaría en torno a los 9 mm de euros en el escenario más favorable y a los 19 mm de euros bajo un escenario menos favorable.

1 AUMENTO, POR LA CRISIS DEL COVID-19, DEL PORCENTAJE DE EMPRESAS CON RIESGO DE SER INVIAVLES Y DE SU PESO EN EL EMPLEO Y EN LA DEUDA (a)



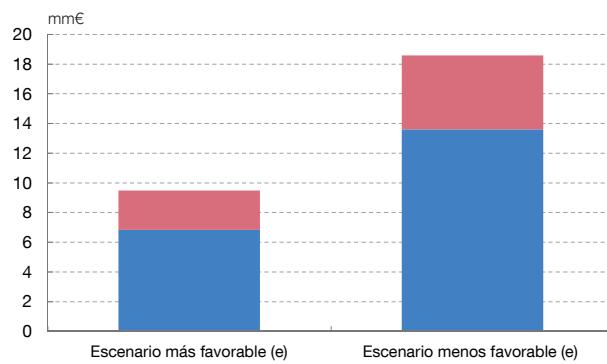
■ ESCENARIO MÁS FAVORABLE (e)

2 AUMENTO, POR LA CRISIS DEL COVID-19, DEL PORCENTAJE DE EMPRESAS SOBREENDEUDADAS Y VIABLES, Y DE SU PESO EN EL EMPLEO Y EN LA DEUDA (a) (f)



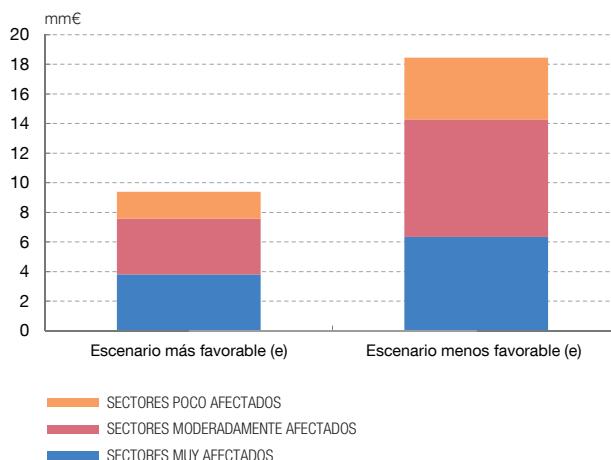
■ ESCENARIO MENOS FAVORABLE (e)

3 DEUDA NO SOSTENIBLE DE LAS EMPRESAS QUE PASARÍAN A ESTAR SOBREENDEUDADAS, PERO QUE SEGUIRÍAN SIENDO VIABLES. DESGLOSE POR TAMAÑO (c) (f)



■ PYMES ■ GRANDES

4 DEUDA NO SOSTENIBLE DE LAS EMPRESAS QUE PASARÍAN A ESTAR SOBREENDEUDADAS, PERO QUE SEGUIRÍAN SIENDO VIABLES. DESGLOSE SECTORIAL (d) (f)



■ SECTORES POCO AFECTADOS  
■ SECTORES MODERADAMENTE AFECTADOS  
■ SECTORES MUY AFECTADOS

FUENTE: Banco de España.

- a Variaciones, con respecto a un escenario contrafactual, de la mediana de cien microsimulaciones en las que a cada empresa se le asigna de manera aleatoria una variación de las ventas en 2020 tal que se replica la distribución observada de estas para cada sector y tamaño de empresa. El escenario contrafactual es consistente con las proyecciones macroeconómicas del Banco de España de diciembre de 2019. Se definen como empresas con riesgo de ser inviables aquellas con resultados corrientes (resultado económico bruto más ingresos financieros) negativos en 2023.
- b Excluye *holdings* y empresas del sector de servicios financieros, promoción inmobiliaria y compraventa de inmuebles por cuenta propia.
- c La definición de tamaño está en línea con la Recomendación de la Comisión Europea 2003/361/CE.
- d Se definen como sectores muy afectados aquellos cuyas ventas habrían caído más de un 15 % en 2020, como moderadamente afectados aquellos cuyas ventas habrían caído entre un 8 % y un 15 %, y como poco afectados el resto.
- e Escenarios consistentes con los escenarios macroeconómicos central (en el caso del más favorable) y severo (en el caso del menos favorable) de las proyecciones del Banco de España de marzo de 2021. Los resultados que se muestran corresponden a la mediana de cien microsimulaciones en las que a cada empresa se le asigna de manera aleatoria una variación de las ventas en 2020 tal que se replica la distribución observada de estas para cada sector y tamaño de empresa.
- f Se definen como empresas sobreendeudadas aquellas con deuda neta positiva en el ejercicio 2022 y cuya ratio de endeudamiento, calculada como Deuda total neta en 2022 / Resultados corrientes en 2023, se sitúa por encima de 12 en el caso del escenario más favorable o por encima de 9 en el caso del escenario menos favorable. La deuda neta se define como los pasivos ajenos (con coste y sin coste) menos el efectivo y otros activos líquidos equivalentes, las inversiones financieras a corto plazo, las existencias y la deuda pendiente de cobro.



según el escenario considerado). En todo caso, hay que tener en cuenta que en estas estimaciones no se han considerado los posibles cambios estructurales en la demanda asociados a la crisis, por lo que podrían subestimar en cierto modo los riesgos relacionados con la viabilidad del negocio de algunas empresas.

**Se observa una elevada heterogeneidad por tamaños y sectores en la incidencia de empresas con riesgos de ser inviables.** El incremento del porcentaje de empresas en esta situación derivado de la crisis sería más elevado entre las pymes que entre las compañías grandes. Por sectores, el aumento de dicho porcentaje se manifestaría de forma mucho más acusada en las ramas muy afectadas por la crisis, en las que crecería entre 4,9 pp y 7,2 pp.

**El mayor endeudamiento y la caída de los flujos de caja futuros esperados también elevarían la proporción de empresas sobreendeudadas pero viables.** Concretamente, se estima que el porcentaje de empresas en esta situación se elevaría 3 pp, en comparación con una situación en ausencia de pandemia, bajo el escenario más favorable (escenario macroeconómico central y suponiendo que el umbral que determina la situación de sobreendeudamiento, a partir de la ratio entre la deuda neta estimada para 2022 y los resultados corrientes de 2023, es de 12 veces)<sup>19</sup>. Bajo el escenario macroeconómico adverso y un umbral de deuda más reducido (9 veces, escenario menos favorable, en adelante)<sup>20</sup>, el incremento sería de 4,7 pp (véase gráfico 3.8.2)<sup>21</sup>. En conjunto, las empresas que pasarían a estar sobreendeudadas absorben entre el 3,5 % y el 6,1 % del empleo, y entre el 2,8 % y el 3,9 % de la deuda bruta del sector corporativo, según el escenario considerado. En el grupo que incluye los sectores muy afectados por la crisis, el porcentaje de empresas sobreendeudadas pero viables aumentaría entre 5,1 pp y 6,7 pp, mientras que el incremento en el resto de los sectores (moderadamente o poco afectados por la crisis) sería sensiblemente inferior. Al igual que en el caso de las estimaciones anteriores sobre el aumento de empresas con riesgo de ser inviables, estas cifras no recogen los posibles efectos de la crisis sobre el deterioro de la solvencia del sector corporativo asociados a la posible existencia de cambios estructurales en la demanda. No obstante, hay que tener en cuenta que, en este caso, el supuesto implícito de que las empresas cubren sus necesidades de financiación durante los próximos ejercicios exclusivamente con deuda inclinaría los resultados en la dirección contraria<sup>22</sup>.

---

19 Este umbral se ha calibrado suponiendo que las compañías pueden refinanciar sus deudas con un préstamo a 15 años al tipo de interés de mercado. Bajo estas condiciones, una empresa cuya deuda neta sea más de 12 veces sus resultados corrientes tendría que dedicar a la cuota anual de ese préstamo un importe superior a sus resultados corrientes. Se considera el mismo umbral para los distintos tamaños de empresa, dado que el plazo medio de los préstamos reestructurados no presenta diferencias estadísticamente significativas según el tamaño de los prestatarios.

20 Este umbral se ha calibrado suponiendo que las compañías pueden refinanciar sus deudas con un préstamo a diez años al tipo de interés de mercado.

21 Para más detalles sobre la metodología utilizada, véase Blanco *et al.* (2021).

22 En efecto, si las empresas cubrieran sus necesidades de liquidez mediante recursos propios, su solvencia no se vería deteriorada.

**La deuda no sostenible de las empresas que pasarán a estar sobreendeudadas como consecuencia de la crisis del COVID-19, pero que seguirían siendo viables, se situaría entre los 9 mm y los 19 mm de euros, según el escenario considerado, de los cuales la mayor parte procedería de las pymes** (véase gráfico 3.8.3). En los ejercicios de simulación se aproxima la deuda no sostenible<sup>23</sup> de cada empresa como el exceso de deuda por encima del umbral que determina su sobreendeudamiento. Es decir, esta medida indica cuánto debería reducirse la deuda de estas empresas para evitar entrar en una situación teórica de insolvencia. La proporción de esta deuda no sostenible procedente de las pymes se situaría alrededor del 73 % en los dos escenarios considerados.

**Esta deuda no sostenible estaría concentrada principalmente en los sectores muy afectados por la crisis, si bien el resto de las ramas acumularían también un importe significativo.** En los sectores muy afectados por la crisis, la deuda no sostenible generada por la crisis pandémica oscilaría entre los 4 mm y los 6 mm de euros, dependiendo del escenario considerado, lo que representa entre un 40 % y un 34 %, respectivamente, del incremento total de esta deuda para el conjunto del sector empresarial (véase gráfico 3.8.3). Ello supondría que el resto de las ramas de actividad (moderadamente o poco afectadas) acumularían, en conjunto, un importe también significativo de la deuda no sostenible.

**Si se añaden los empresarios individuales, la deuda no sostenible se situaría, aproximadamente, entre los 10 mm y los 20 mm de euros.** El peso relativo de los empresarios individuales y de las pymes en la deuda no sostenible de aquellos agentes que habrían pasado a presentar una situación de sobreendeudamiento como consecuencia de la crisis del COVID-19, pero que seguirían siendo viables, se situaría cerca del 75 % en los dos escenarios considerados<sup>24</sup>.

## 4 Implicaciones económicas asociadas a la vulnerabilidad financiera de las empresas y el papel de las políticas económicas

### 4.1 Implicaciones económicas

**El aumento de la vulnerabilidad financiera de las empresas generado como consecuencia de la crisis del COVID-19 puede tener algunas implicaciones negativas para las perspectivas de crecimiento económico a través de distintos canales** (véase esquema 3.1). La evidencia empírica muestra que el elevado

23 Incluye todo tipo de deudas, tanto financieras como no financieras (créditos comerciales, deudas con asalariados, AAPP, etc.). En 2019, el peso de los préstamos bancarios, en el total de la deuda de las empresas que pasarán a estar sobreendeudadas pero que seguirán siendo viables, se situó en torno al 30 %.

24 La estimación de la deuda no sostenible de los empresarios individuales se obtiene extrapolando los resultados de las empresas sin trabajadores. Concretamente, para cada sector se calcula el incremento de la deuda no sostenible y se multiplica por la ratio entre el número de empresarios individuales en ese sector y el número de empresas sin trabajadores.

endeudamiento corporativo está asociado a un menor dinamismo de las decisiones de inversión y contratación de personal de las empresas, incluso en aquellos casos en los que estas no tengan problemas de solvencia. Es lo que en la literatura se conoce como el «problema del exceso de endeudamiento» o *debt overhang*<sup>25</sup>. Este menor dinamismo puede deberse a que, en una empresa con un volumen de deuda alto, una parte importante de los beneficios de los nuevos proyectos rentables se dirigiría a pagar a los antiguos acreedores, y no a recompensar a los accionistas, lo que puede reducir la propensión a emprender nuevos proyectos de inversión. Adicionalmente, las condiciones de financiación de las empresas más endeudadas tienden a ser más restrictivas, lo que dificulta y encarece el acceso a fondos con los que financiar la expansión de sus actividades. Por lo tanto, si un alto nivel de endeudamiento empresarial se extendiese a una proporción significativa de compañías, ello tendería a reducir el crecimiento de la inversión, de la productividad agregada y del PIB<sup>26</sup>.

**En el caso de las empresas con problemas de solvencia pero viables, existen diversos factores que pueden llevar a su liquidación ineficiente, con potenciales implicaciones macroeconómicas negativas.** Las empresas en esta situación se caracterizan por tener dificultades para devolver su deuda con los flujos de caja esperados a largo plazo, pero también por tener un valor de continuación superior a su valor de liquidación, de forma que su eventual liquidación sería una solución subóptima desde el punto de vista de la eficiencia económica. Por tanto, estas compañías podrían seguir operando si consiguen revertir su situación de insolvencia. Sin embargo, la existencia de ciertas fricciones puede llevar a su liquidación ineficiente. Un primer factor que genera este resultado, especialmente en las renegociaciones privadas de deuda<sup>27</sup>, es el llamado *holdout problem*, que se da en el caso de empresas con un número elevado de acreedores, y en el que cada acreedor individual no tiene incentivos para aceptar quitas en su parte de la deuda, bajo la premisa de que, si las acepta, reduce el incentivo del resto de los acreedores a hacer lo mismo. Si cada acreedor actúa de la misma manera, el resultado de equilibrio termina siendo la liquidación de la empresa, aunque esta sea viable, debido a la falta de coordinación entre los acreedores. También pueden producirse liquidaciones ineficientes en empresas, generalmente grandes, cuyo valor social es mayor que su valor privado, debido al elevado número de puestos de trabajo que generan o a sus múltiples relaciones con proveedores y clientes<sup>28</sup>. En este caso, su liquidación generaría una externalidad negativa para la economía en su conjunto. Dado que los acreedores privados no internalizan este efecto y que los sistemas de insolvencias tradicionales están diseñados para perturbaciones idiosincrásicas, no sistémicas, el resultado sería un volumen

---

25 Myers (1977).

26 Véanse también Philippon (2010), Kalemli-Ozcan, Laeven y Moreno (2019) y Bickle y Santos (2020).

27 En las negociaciones privadas de deuda se necesita el consenso de todos los acreedores, mientras que en los procedimientos concursales basta con que una mayoría cualificada vote a favor de la reestructuración.

28 Para más detalles, véase Blanchard, Philippon y Pisani-Ferry (2020).

socialmente ineficiente de liquidaciones empresariales<sup>29</sup>. Ello vendría acompañado de una destrucción de empleo y de tejido productivo, con implicaciones negativas para el crecimiento económico a corto y a medio plazo.

**El potencial impacto de la liquidación ineficiente de empresas que, como consecuencia de la crisis del COVID-19, pasarán a presentar problemas de solvencia, pero seguirían siendo viables, podría ser significativo.** Según los resultados basados en un modelo macroeconómico que simula un escenario hipotético extremo en el que llegarían a desaparecer todas las empresas a las que la crisis ha convertido en sobreendeudadas (pero que seguirían siendo viables), la pérdida máxima de PIB resultante, que se alcanzaría un año después de la perturbación, se situaría entre el 0,8 % y el 1,3 %, en función de la gravedad del escenario considerado (véase recuadro 3.1). Hay que tener en cuenta que estas estimaciones podrían subestimar el efecto final, en la medida en que no se han recogido algunos canales que podrían ser relevantes, como, por ejemplo, los efectos asociados a quiebras en cadena como consecuencia de las relaciones comerciales y financieras entre empresas. Si, adicionalmente, se añaden los efectos de la liquidación de las empresas que dejarían de ser viables como consecuencia de la crisis, el impacto total sobre el PIB, que se alcanzaría también un año después de la perturbación, se elevaría a un rango de entre el 1,4 % y el 2,1 %. En todo caso, como se comenta en el párrafo siguiente, una salida ágil y eficiente del mercado de las empresas inviables puede tener efectos beneficiosos sobre el crecimiento a largo plazo.

**De hecho, la supervivencia prolongada de empresas inviables también puede tener implicaciones negativas sobre el crecimiento económico a medio y a largo plazo.** Esta circunstancia se produce cuando ciertas empresas, a pesar de que su valor de liquidación excede su valor de negocio y, por tanto, sería eficiente liquidarlas, sobreviven gracias al apoyo de otros agentes, como sus acreedores o las AAPP. Según la literatura económica, la supervivencia de estas compañías, denominadas comúnmente «zombis», tiene efectos negativos en la inversión y en el empleo de las empresas viables, y supone un obstáculo a la entrada de nuevas compañías más rentables. Ello redunda en una asignación ineficiente de los recursos, que genera una menor productividad agregada de la economía y un menor crecimiento económico a medio y a largo plazo<sup>30</sup>.

29 Otra circunstancia que puede llevar a liquidaciones ineficientes ocurre cuando los acreedores tienen un alto poder de decisión en los procedimientos de insolvencia y la incertidumbre sobre el valor futuro de la empresa es elevada. El problema reside en que la estructura de pagos de los acreedores en función del valor de la empresa implica que lo que estos pueden recibir por parte de la empresa concursada se limita al valor de la deuda en su poder. Por lo tanto, los acreedores soportan todo el riesgo a la baja en el valor de la empresa, pero no disfrutan del riesgo al alza, lo que les lleva a estar sesgados a la liquidación. Véase Aghion, Hart y Moore (1992). No obstante, la Ley Concursal española no es claramente proacreedora.

30 Véanse Caballero, Hoshi y Kashyap (2008); McGowan, Andrews y Millot (2017 y 2018); Acharya, Eisert, Eufinger y Hirsch (2019), y Acharya, Crosignani, Eisert y Eufinger (2020). De acuerdo con la evidencia empírica disponible para el caso español [véase González *et al.* (2021)], una mayor incidencia, dentro de un sector, de empresas vulnerables financieramente y que además presentan un estancamiento persistente en su inversión y volumen

**Por último, si los problemas de solvencia empresarial llegaran a afectar a una proporción destacada del sector corporativo, ello podría impactar sobre el capital de sus bancos acreedores, lo que eventualmente podría limitar su capacidad de intermediación financiera, con implicaciones macroeconómicas adversas.** En efecto, la materialización de pérdidas en las carteras crediticias de los bancos podría erosionar su nivel de capital y, si este se situara por debajo de los requerimientos mínimos legales o de los exigidos por el mercado, limitar la concesión de crédito nuevo, con el consiguiente efecto adverso sobre las decisiones de gasto del sector privado<sup>31</sup>.

## 4.2 El papel de las políticas económicas

**La solución óptima a los problemas ligados al endeudamiento y a la viabilidad de las empresas depende de la situación de la empresa afectada.** En el caso de las compañías inviables, debería favorecerse una salida ágil, ordenada y eficiente del mercado. En cambio, en el caso de las empresas sobreendeudadas pero viables, la solución óptima sería el restablecimiento de su situación patrimonial a través, por ejemplo, de su recapitalización o de la reestructuración de su deuda (quitas o conversión de deuda en acciones o en instrumentos híbridos).

**Aunque ciertos mecanismos privados permiten aplicar estas soluciones, en algunos casos la existencia de fricciones o ineficiencias justificaría la intervención de las autoridades económicas.** Por ejemplo, en un entorno de elevada incertidumbre, los inversores privados podrían ser reticentes a invertir en el capital de las empresas, en la medida en que es difícil valorar las perspectivas de negocio de ciertos sectores productivos. Este fenómeno se acentúa en el caso de las empresas de menor dimensión, dada la mayor dificultad para recabar información sobre su situación<sup>32</sup>. Para hacer frente a estas dificultades, especialmente relevantes en un contexto de gran incertidumbre económica como el que caracteriza la crisis pandémica, el sector público podría invertir directamente en las empresas afectadas, ya sea en solitario o en colaboración con el sector privado, en este último caso, posiblemente, introduciendo incentivos a la participación de dicho sector. Asimismo, cabe la posibilidad de incentivar la reestructuración de la deuda de estas empresas a través de distintas vías, así como el reforzamiento de su situación patrimonial mediante la concesión de ayudas directas.

**En todo caso, estas posibles actuaciones públicas se enfrentan a importantes retos de implementación.** Por una parte, no resulta fácil identificar las empresas que están en una situación de vulnerabilidad financiera elevada y que, al mismo

---

de negocio genera una caída tanto del empleo como de la productividad agregada a medio plazo. Por lo tanto, la supervivencia de estas empresas puede entorpecer el proceso de reasignación de recursos hacia otras compañías con un mayor potencial de crecimiento y creación de empleo, lo que redunda en costes macroeconómicos no deseables.

31 Véase Brunnermeier y Krishnamurthy (2020).

32 Véase Berger, Klapper y Udell (2001).

tiempo, siguen siendo viables, que son las que deberían ser objeto de apoyo público, especialmente en un contexto como el actual, de alta incertidumbre sobre los posibles efectos estructurales de la crisis en los cambios sobre los patrones de demanda. Por otra parte, la dificultad de esta tarea se acrecienta en el caso de las pequeñas empresas y de los empresarios individuales, que representan una parte destacada del tejido productivo español y que se han visto comparativamente más golpeados por la crisis, debido a su elevado número y al menor grado de información normalmente disponible sobre su situación y perspectivas económicas y financieras. Por último, no siempre existen instrumentos disponibles en los que basar la canalización de los recursos públicos de forma eficiente hacia las empresas de reducida dimensión necesitadas de capital.

**Con el objetivo de fortalecer los balances de las empresas con problemas de solvencia pero viables, el Gobierno español ha llevado a cabo diversas actuaciones durante la crisis actual.** Concretamente, el pasado verano creó un fondo dotado con 10 mm de euros para recapitalizar empresas afectadas por la crisis del COVID-19 que se consideren estratégicas para el tejido productivo (véase recuadro 3.2). En marzo de este año, el Gobierno aprobó un paquete de medidas con una dotación de 11 mm de euros en torno a tres líneas principales de actuación: ayudas directas, recapitalización de empresas y reestructuración de deudas; la primera de ellas absorbe el grueso de los recursos (7 mm de euros).

**La eficacia final de estas medidas dependerá de su aplicación efectiva y de su capacidad de adaptación, en cuanto a tamaño y diseño, a la evolución del impacto de la pandemia sobre la situación económica y financiera de las empresas.** De acuerdo con las estimaciones presentadas en el epígrafe 3.3, el tamaño global del programa aprobado el pasado mes de marzo (11 mm de euros) permitiría cubrir las necesidades de saneamiento de las empresas y de los empresarios individuales que, aun siendo viables, hubieran acumulado niveles no sostenibles de deuda como consecuencia de la crisis, en el escenario más favorable de los considerados en las microsimulaciones anteriores. Por consiguiente, si se llegaran a materializar escenarios menos favorables, podría ser oportuno reforzar la capacidad del programa.

**El programa de ayudas directas aprobado por el Gobierno tiene por objetivo la mejora de la posición patrimonial de ciertas empresas viables cuya situación financiera se ha visto muy deteriorada como consecuencia de la crisis.** Este es el caso, en particular, de las empresas de menor dimensión y de los empresarios individuales. Como se ha comentado, la canalización de recursos en forma de capital se enfrenta a dificultades que son especialmente relevantes en el caso de las empresas más pequeñas.

**La asignación de las ayudas directas se basa en criterios simples, lo que puede facilitar su implementación en un contexto de cierta urgencia, si bien**

**este diseño podría reducir la eficacia en el cumplimiento de los objetivos que se persiguen.** En la medida en que los requisitos para optar a las ayudas se basan en criterios de pertenencia a determinados sectores y de caída de la facturación, existe el riesgo de que estas no lleguen a todas las empresas (y empresarios individuales) que, siendo viables, se encuentren en una situación de exceso de endeudamiento. En efecto, los resultados de la sección anterior muestran que, incluso en los sectores que no se hallan entre los más afectados por la crisis, se produciría un aumento de los problemas de insolvencia, aunque menos generalizado; en buena medida, porque la situación de insolvencia analizada en los ejercicios anteriores no solo depende de la caída de la facturación, sino también de la posición de partida antes de la crisis en relación con los niveles de rentabilidad y de endeudamiento. En todo caso, la flexibilización del programa de ayudas en su aplicación por parte de las CCAA aprobada en abril podría mitigar este riesgo<sup>33</sup>. Del mismo modo, no es descartable que se materialice el riesgo simétrico, esto es, que la aplicación mecánica de criterios de sector y de facturación reciente suponga la asignación de recursos del programa a empresas y a autónomos que pueden no hallarse en una situación clara de riesgo de insolvencia o endeudamiento insostenible.

**Las medidas adoptadas hasta la fecha podrían complementarse con otras actuaciones de fomento de las recapitalizaciones privadas.** Así, por ejemplo, podría valorarse la reducción o la eliminación del sesgo fiscal hacia la captación de recursos en forma de deuda en detrimento del capital, u otro tipo de incentivos fiscales. Dicho sesgo surge como consecuencia de que los intereses de la deuda se desgraván de la base del impuesto de sociedades, lo que desincentiva la emisión de acciones por parte de las empresas. Alternativamente, podría considerarse la introducción de incentivos a los inversores en estos instrumentos.

**Otra área de actuación que parece prioritaria en el contexto actual de deterioro de la solvencia empresarial es la mejora de los mecanismos de reestructuración de deudas.** Las reestructuraciones de deuda pueden llevarse a cabo mediante procedimientos formales de insolvencia (los concursos de acreedores) o procedimientos extrajudiciales, ya sean mecanismos preconcursales o renegociaciones privadas (véase recuadro 3.3). El previsible aumento en la congestión de los Juzgados de lo Mercantil, debido a un intenso flujo de solicitudes de concurso una vez expire la moratoria concursal (lo cual, en estos momentos, está previsto para finales de este año), sugiere la necesidad de fomentar los procedimientos extrajudiciales como vía alternativa. La razón fundamental es que los concursos de acreedores tienden a ser procesos largos y costosos, lo que reduce el valor de negocio de la empresa y la aboca a su liquidación. Por su parte, el éxito de las renegociaciones privadas se ve limitado por los problemas de acción colectiva que se han comentado anteriormente.

---

<sup>33</sup> Real Decreto-ley 6/2021, de 20 de abril, por el que se adoptan medidas complementarias de apoyo a empresas y autónomos afectados por la pandemia de COVID-19.

**En las circunstancias actuales, sería conveniente fomentar los mecanismos preconcursales y revisar el papel de los acreedores públicos.** Una ventaja de los mecanismos preconcursales respecto a soluciones puramente privadas es que la ejecución de garantías sobre activos de la empresa deudora queda paralizada durante el transcurso de las negociaciones entre los acreedores y la empresa, lo que evita su desmantelamiento. Tanto en estos procedimientos como en los concursos de acreedores, el papel del sector público puede ser crucial para incentivarlos, dado que el crédito público puede representar una parte importante de los pasivos de las empresas, sobre todo de las pequeñas<sup>34</sup>. Asimismo, el sector público es un acreedor diversificado entre todos los contribuyentes, lo que, *a priori*, lo sitúa en mejor posición para asumir la pérdida derivada de una posible exoneración.

**Adicionalmente, podría considerarse el diseño de mecanismos concursales específicos para sociedades de dimensión reducida.** Para resultar exitosos, estos procedimientos deberían diseñarse de forma que fueran más ágiles y menos costosos que los concursos de empresas de mayor tamaño. En este ámbito cobran especial valor las soluciones estandarizadas y con alto grado de automatismo, con el objetivo de facilitar la reestructuración de la deuda de las empresas de dimensión reducida<sup>35</sup>. Un elemento que puede favorecer tal automatismo es el hecho de que la estructura de capital de estas empresas suele ser más sencilla que la de las grandes, puesto que en general tienen menos acreedores.

## 5 El impacto de la vulnerabilidad financiera de los sectores productivos sobre las entidades de depósito

### 5.1 La exposición de las entidades de depósito a los sectores productivos

**La exposición de los bancos a las actividades productivas se ha elevado desde el comienzo de la pandemia, y lo ha hecho con mayor intensidad en los segmentos de mayor riesgo.** En 2020, el saldo de la cartera crediticia frente a las sociedades no financieras y a los empresarios individuales se elevó un 8,9 %. El rápido acceso a la línea de avales del ICO en el segundo trimestre de 2020 compensó con creces la caída del stock de crédito (por amortizaciones y pases a fallidos) en ese período, mientras que, en el segundo semestre del año, su impacto fue mucho más limitado, debido a la ralentización del despliegue del programa, y se observa una reducción neta del stock de crédito a las actividades productivas (véase gráfico 3.9.1). En el conjunto del año, el

34 Tanto el Fondo Monetario Internacional (2013, 2014 y 2015) como la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2018), en sus informes sobre la economía española, han venido recomendando que las deudas de derecho público (deudas tributarias, cotizaciones a la Seguridad Social) se puedan negociar en los mecanismos preconcursales y en los concursos de acreedores, y exonerar en los concursos de empresarios individuales y pequeñas empresas. Según dichos organismos, estas reformas mejorarían la eficiencia de los procedimientos de insolvencia en España.

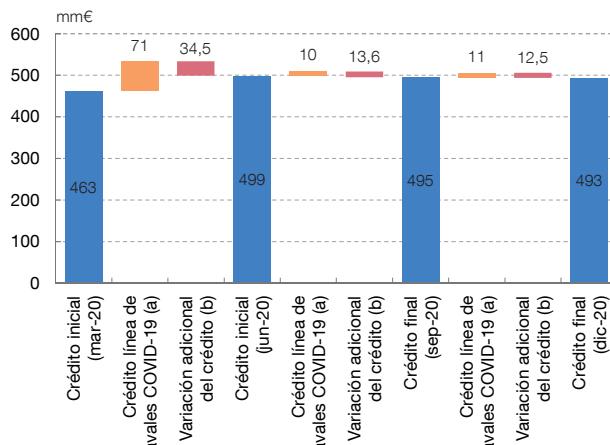
35 Véase, por ejemplo, Skeel (2020).

Gráfico 3.9

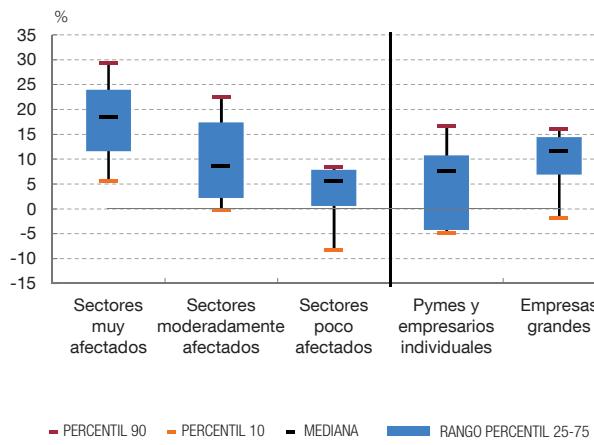
**EL IMPACTO DE LA LÍNEA DE AVALES COVID-19 EN EL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO EMPRESARIAL FUE MUY INTENSO EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2020, Y MÁS LIMITADO EN EL SEGUNDO, CON UN EFECTO HETEROGRÉNEO POR SECTOR Y TAMAÑO DE EMPRESA**

La puesta en marcha de la línea de avales del Estado a empresas y empresarios individuales aprobada por el Real Decreto-ley 8/2020 ha estimulado el crecimiento en 2020 del stock del crédito bancario a este sector, especialmente en el trimestre posterior a su aprobación. Sin embargo, su impacto en el segundo semestre de 2020 ha sido muy limitado. En los sectores de actividad muy afectados por la pandemia se observó un crecimiento más elevado, con una heterogeneidad notable entre entidades. Sin embargo, es en el segmento de empresas moderadamente afectadas donde se observa la mayor dispersión entre entidades. Los avales ICO han apoyado significativamente la financiación a pymes, si bien se observó también una dispersión significativa entre entidades.

1 VARIACIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y EMPRESARIOS INDIVIDUALES ENTRE MARZO Y DICIEMBRE DE 2020 (a) (b)  
ED Datos individuales. Negocios en España



2 VARIACIÓN DEL CRÉDITO EN 2020 POR SECTORES DE ACTIVIDAD Y TAMAÑO DE EMPRESA (c) (d)  
ED Datos individuales. Negocios en España



**FUENTES:** Instituto de Crédito Oficial y Banco de España.

- a Línea de avales COVID-19 del Real Decreto-ley 8/2020, con límite de 100 mm de euros. El importe total del crédito concedido avalado hasta diciembre de 2020 asciende a 115 mm de euros, siendo el importe efectivamente dispuesto por sociedades no financieras y empresarios individuales de unos 92 mm de euros.
- b La variación adicional del crédito a sociedades no financieras y empresarios individuales refleja la variación del stock de crédito no explicada por la implementación del programa de avales COVID-19, correspondiente a la diferencia neta de nuevas concesiones fuera del programa de avales y las amortizaciones y traspasos a fallidos.
- c Se muestran las tasas de variación interanuales correspondientes a los percentiles 10, 50 y 90, y el rango intercuartílico para las entidades significativas.
- d Los sectores muy afectados incluyen hostelería y restauración, refino de petróleo, servicios sociales y ocio, transporte y almacenamiento, y fabricación de material de transporte. Los sectores moderadamente afectados incluyen metalurgia, fabricación de maquinaria, otra actividad manufacturera, servicios profesionales, industrias extractivas, comercio al por mayor y al por menor, y reparación de vehículos. El resto de las actividades productivas conforman el grupo de las poco afectadas.



crecimiento fue más intenso en los sectores muy afectados por la pandemia, con un avance del 21,5 %, mientras que en las ramas moderadamente afectadas se incrementó un 12,7 %, y un 2,4 % en las menos afectadas<sup>36</sup>. El saldo de crédito bancario concedido a las pymes y a los empresarios individuales se ha incrementado a un ritmo algo mayor (cerca del 10 %) que en el caso de las compañías de mayor tamaño (en torno al 8 %).

36 La disponibilidad de datos sobre las exposiciones bancarias no permite usar exactamente la misma clasificación por actividad económica que en las secciones previas, pero la aproximación es muy cercana. Los sectores muy afectados incluyen hostelería y restauración, refino de petróleo, servicios sociales y ocio, transporte y almacenamiento, y fabricación de material de transporte. Los sectores moderadamente afectados incluyen metalurgia, fabricación de maquinaria, otra actividad manufacturera, servicios profesionales, industrias extractivas, comercio al por mayor y al por menor, y reparación de vehículos. El resto de las actividades productivas conforman el grupo de las poco afectadas.

En todo caso, se observa que la dispersión entre entidades bancarias del crecimiento de crédito en los segmentos de más riesgo (sectores muy afectados por la pandemia y pymes) es relativamente elevada (véase gráfico 3.9.2)<sup>37</sup>.

**A finales de 2020, el peso de los préstamos concedidos a los sectores muy afectados por la pandemia sobre el total de la cartera de crédito bancario a la actividad empresarial era relativamente reducido (menos del 20 %), pero, si se añaden los sectores moderadamente afectados por la crisis sanitaria, la exposición supera el 50 % del total, cifra similar a la que representa la financiación total concedida a las pymes (véase gráfico 3.10.1).** El porcentaje de exposiciones avaladas por el Estado a través de las líneas ICO sobre el volumen total de préstamos es más alto en el segmento de los sectores moderadamente afectados (26 %), en comparación con el resto de la cartera (del 18 % para los muy afectados y del 12 % para los poco afectados). No obstante, la mayor parte del crédito concedido a través de las líneas de avales del ICO ha ido dirigido a las empresas de los sectores poco o moderadamente afectados (41 % y 36 %, respectivamente). Por tamaño, el peso del crédito avalado por el Estado es superior en el segmento de empresas de menor tamaño. La dispersión entre entidades bancarias de la exposición a los sectores más afectados y de la proporción cubierta por los avales públicos es reducida, pero hay más variabilidad en el peso de la cartera que representan los préstamos a las pymes (véase gráfico 3.10.2).

## 5.2 Los efectos sobre los balances y los resultados bancarios en 2020

**Los efectos negativos de la pandemia de COVID-19 sobre la actividad económica no se han traducido, hasta la fecha, en un aumento del volumen de préstamos dudosos en la financiación concedida al sector empresarial, pero sí en un repunte del importe de los préstamos en vigilancia especial.** Esta situación se explica, al menos en parte, por las medidas de apoyo público, como los programas de avales y, en menor medida para este sector, por las moratorias de préstamos<sup>38</sup>. Así, en el conjunto de 2020 el crédito dudoso procedente de la cartera de crédito concedido a las empresas no financieras y a los empresarios individuales descendió un 1,8 %, una caída que, en todo caso, fue mucho más moderada que la registrada en años previos (en 2019, el retroceso fue superior al 23 %). Por su parte,

---

37 El gráfico 3.9.1 muestra que la mediana del crecimiento del crédito a pymes y empresarios individuales es inferior a la del crecimiento de grandes empresas. Esto no es óbice para que el crecimiento medio ponderado por volumen para el conjunto de entidades de depósito haya sido superior para el segmento de empresas de menor tamaño.

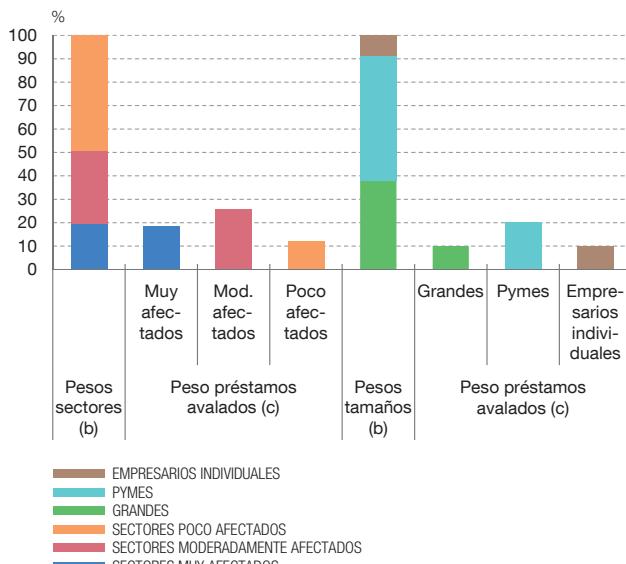
38 Las moratorias son suspensiones temporales de las obligaciones derivadas de los contratos de crédito que afectan mayoritariamente a personas físicas, pero también pueden alcanzar a empresas. Las características de las moratorias legales y de los prestatarios que pueden acogerse a ellas están contenidas en los reales decretos que las regulan: [Real Decreto-ley 8/2020](#), [Real Decreto-ley 11/2020](#), [Real Decreto-ley 26/2020](#) y [Real Decreto-ley 25/2020](#). Los acuerdos de moratoria entre las entidades prestamistas y sus clientes están también facilitados por los convenios promovidos por asociaciones de entidades (moratorias sectoriales) y previstos en el [Real Decreto-ley 19/2020](#).

Gráfico 3.10

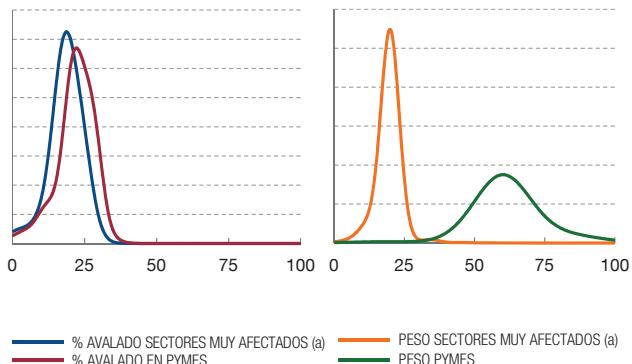
**LA EXPOSICIÓN DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO A LOS SECTORES MUY AFECTADOS ES RELATIVAMENTE REDUCIDA, PERO ES ELEVADA RESPECTO A LOS SECTORES MODERADAMENTE AFECTADOS Y A LAS PYMES**

La media (inferior al 20 %) y la dispersión entre entidades bancarias del peso sobre el crédito total empresarial de la exposición a los sectores muy afectados son reducidas, lo que limita los riesgos que suponen para el sector bancario. Sin embargo, los pesos del crédito a las empresas de los sectores moderadamente afectados (de más del 30 %) y a las pymes (superior, de media, al 50 %) son más elevados, y se observa mayor dispersión entre bancos para esta última categoría. El porcentaje de exposiciones avaladas sobre el volumen total de préstamos es comparativamente más elevado en los sectores muy afectados y moderadamente afectados, así como en el segmento de empresas de menor tamaño, con un patrón de reducida dispersión entre entidades bancarias.

1 PORCENTAJE AVALADO DEL CRÉDITO POR SECTORES Y TAMAÑO DE EMPRESAS, Y SUS PESOS RELATIVOS (a)  
ED Datos individuales. Negocios en España. Diciembre de 2020



2 DISTRIBUCIÓN DEL PORCENTAJE DE CRÉDITO AVALADO EN SECTORES MUY AFECTADOS Y PYMES, Y SU PESO EN EL CONJUNTO DEL CRÉDITO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS (d)  
ED Datos individuales. Negocios en España. Diciembre de 2020



**FUENTES:** Instituto de Crédito Oficial y Central de Información de Riesgos del Banco de España.

- a Los sectores muy afectados incluyen hostelería y restauración, refino de petróleo, servicios sociales y ocio, transporte y almacenamiento, y fabricación de material de transporte. Los sectores moderadamente afectados incluyen metalurgia, fabricación de maquinaria, otra actividad manufacturera, servicios profesionales, industrias extractivas, comercio al por mayor y al por menor, y reparación de vehículos. El resto de las actividades productivas conforman el grupo de las poco afectadas.
- b Peso del volumen de préstamos a cada sector de actividad clasificado por su sensibilidad a la pandemia y por tamaño de empresa, sobre el total de préstamos a sociedades no financieras y empresarios individuales.
- c Para cada segmento, por sensibilidad sectorial a la pandemia, y tamaño de empresa, el peso del saldo de crédito con aval ICO sobre el saldo total de préstamos de cada sector y tamaño de empresa.
- d Los gráficos muestran la función de densidad de las variables correspondientes ponderadas por el importe de crédito a sectores muy afectados y a pymes en el panel izquierdo, y por el importe total de crédito a la actividad empresarial en el panel derecho. Dicha función de densidad se aproxima mediante un estimador *kernel*, que posibilita una estimación no paramétrica de esta, lo que proporciona una representación gráfica continua y suavizada de dicha función.



en 2020 el crédito refinanciado no dudoso se contrajo a una tasa interanual del 13,9 %, similar al retroceso del 13,2 % de 2019. Sin embargo, destaca el fuerte aumento observado en el crédito empresarial clasificado en vigilancia especial<sup>39</sup>, con una tasa de crecimiento del 37 % en 2020, frente a una caída próxima al 4 % un año antes (véase gráfico 3.11.1). Los préstamos concedidos al sector empresarial en vigilancia especial alcanzaban así un importe de 48,6 mm de euros en diciembre de 2020, equivalente al 9,8 % de esta cartera.

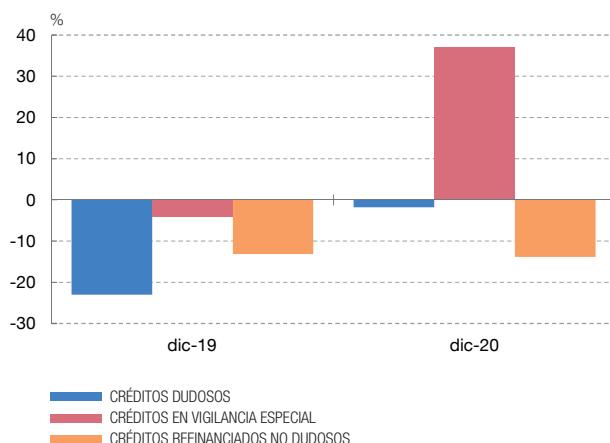
39 Préstamos en los que el riesgo de crédito ha aumentado significativamente desde su reconocimiento inicial, pero sin un deterioro crediticio suficiente para su calificación como préstamos dudosos.

Gráfico 3.11

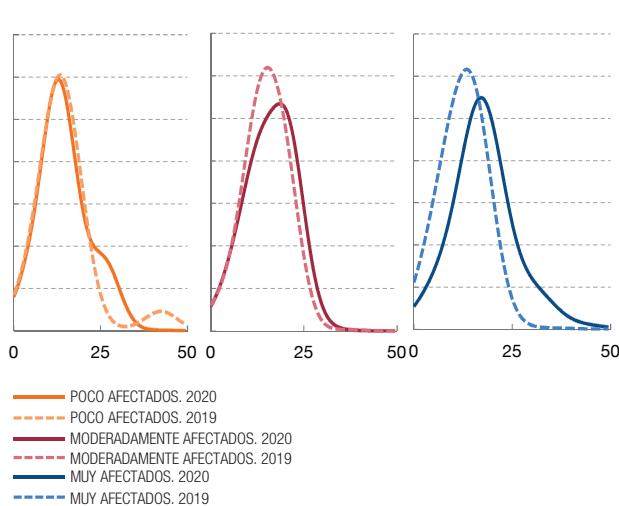
**DESDE EL INICIO DE LA PANDEMIA NO HA AUMENTADO EL VOLUMEN DEL CRÉDITO EMPRESARIAL DUDOSO, PERO SÍ EL CRÉDITO EN VIGILANCIA ESPECIAL, Y SE OBSERVA HETEROGENEIDAD EN LA EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS PROBLEMÁTICOS TOTALES POR SECTOR DE ACTIVIDAD ECONÓMICA**

La caída del crédito empresarial dudoso observada en los últimos años se ha ralentizado durante 2020, mientras que se ha mantenido la tasa de reducción del crédito refinaciado no dudoso a sociedades no financieras. Por otra parte, desde el inicio de la pandemia de COVID-19 el crédito empresarial en vigilancia especial ha crecido con fuerza y ha registrado un crecimiento interanual cercano al 40 %. Por sectores de actividad, la proporción de activos problemáticos creció más en aquellos sectores muy afectados por la pandemia, en los que también se observa una mayor heterogeneidad por entidades. Por su parte, los sectores moderadamente afectados mostraron solo un ligero empeoramiento de la distribución de esta proporción, y en los poco afectados se llegó a observar una ligera mejora.

1 VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO PROBLEMÁTICO Y REFINANCIADO NO DUDOSO A LA ACTIVIDAD EMPRESARIAL  
ED Datos individuales. Negocios en España (a)



2 DISTRIBUCIÓN DE LAS RATIOS DE ACTIVOS PROBLEMÁTICOS POR SECTORES DE ACTIVIDAD (b) (c)  
ED Datos individuales. Negocios en España



FUENTE: Banco de España.

- a) Las categorías de operaciones crediticias en vigilancia especial y operaciones crediticias reestructuradas, refinanciadas o de refinanciación no son categorías excluyentes, en particular a partir de la entrada en vigor de la Circular 3/2020, de 11 de junio, del Banco de España, por la que se modifica la Circular 4/2017, de 27 de noviembre, a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros.
- b) La ratio de activos problemáticos considera la proporción de exposiciones dudosas y en vigilancia especial sobre el total del crédito de las entidades de depósito en España a las empresas no financieras y empresarios individuales. La función de densidad de esta variable se aproxima mediante un estimador *kernel*, que posibilita una estimación no paramétrica de esta, lo que proporciona una representación gráfica continua y suavizada de dicha función.
- c) Los sectores muy afectados incluyen hostelería y restauración, refino de petróleo, servicios sociales y ocio, transporte y almacenamiento, y fabricación de material de transporte. Los sectores moderadamente afectados incluyen metalurgia, fabricación de maquinaria, otra actividad manufacturera, servicios profesionales, industrias extractivas, comercio al por mayor y al por menor, y reparación de vehículos. El resto de las actividades productivas conforman el grupo de los poco afectados.



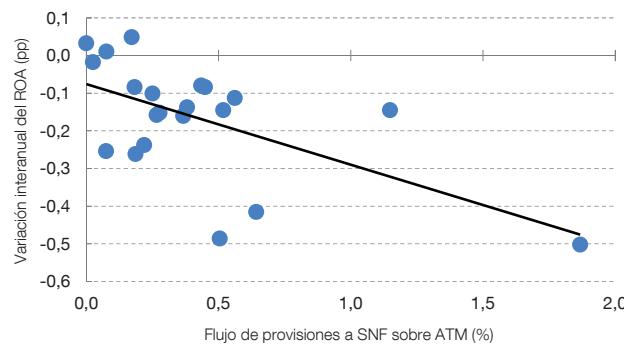
**Los activos problemáticos (préstamos dudosos y en situación de vigilancia especial) han evolucionado de forma heterogénea por sectores de actividad.** En los sectores muy afectados por la pandemia, la distribución por entidades del peso de estos activos en la cartera se ha desplazado hacia valores más elevados, al mismo tiempo que ha aumentado la dispersión entre entidades. En cambio, en el resto de los sectores, la distribución de esta métrica se ha mantenido relativamente estable (véase gráfico 3.11.2). Para el conjunto de entidades de depósito, la ratio de activos problemáticos ha ascendido 5,3 pp en los sectores más afectados, frente a incrementos de 1,3 pp en los sectores moderadamente afectados y una estabilidad en el resto de las ramas. Todo ello refleja la mayor percepción de riesgos de los

Gráfico 3.12

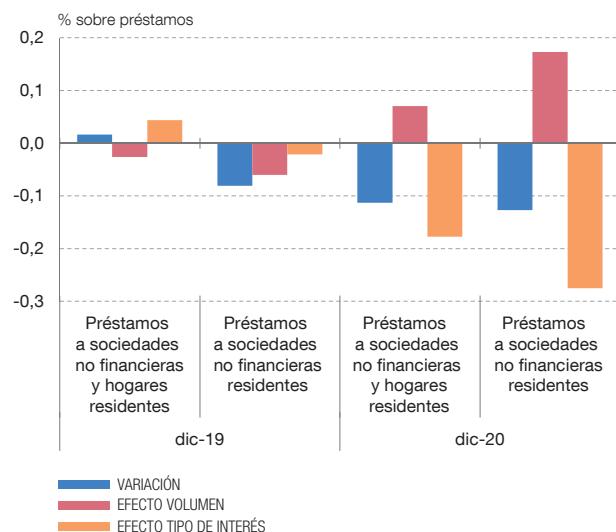
**EN 2020 SE OBSERVA UNA CORRELACIÓN NEGATIVA ENTRE LAS DOTACIONES POR DETERIOROS DEL CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LA RENTABILIDAD DEL NEGOCIO BANCARIO EN ESPAÑA, AL TIEMPO QUE LA REDUCCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS CONTRIBUYE A UNA MENOR GENERACIÓN DE INGRESOS EN ESTE SEGMENTO**

Como consecuencia del potencial impacto de la crisis del COVID-19 en la calidad crediticia de los préstamos a sociedades no financieras, se han incrementado las provisiones, lo que aparece asociado a una menor rentabilidad bancaria en España en 2020. Los ingresos por intereses de préstamos a sociedades no financieras y a hogares se han reducido en el último año, y el sector empresarial ha experimentado mayores perturbaciones relativas de volumen (efecto positivo) y tipos de interés (efecto negativo). El aumento del volumen está claramente vinculado al despliegue de la línea de avales ICO aprobada por el Real Decreto-ley 8/2020, pero las condiciones más favorables de concesión por la moderación del riesgo de crédito también habrían contribuido al descenso de los tipos de interés de los préstamos empresariales.

1 FLUJO DE PROVISIONES A SNF SOBRE ATM Y VARIACIÓN DEL ROA EN 2020 (a)



2 VARIACIÓN ESTIMADA DE INGRESOS POR INTERESES DEL CRÉDITO ED Descomposición de los efectos (b)



FUENTE: Banco de España.

a Se incluyen las entidades de mayor tamaño (por activos totales medios en 2020) del sector, con la excepción de dos entidades que, por ajustes extraordinarios negativos de gran relevancia, han registrado una variación muy acusada del ROA en 2020.  
 b La variación estimada de ingresos por intereses del crédito (Ingresos por intereses t – Ingresos por intereses t-1) se descompone en: 1) efecto volumen [(Préstamos t – Préstamos t-1) x (Ingresos por intereses t-1 / Préstamos t-1)], y 2) efecto tipo de interés (Préstamos t-1 x [(Ingresos por intereses t / Préstamos t) – (Ingresos por intereses t-1 / Préstamos t-1)]). Cada uno de estos efectos está relativizado por el volumen de préstamos en (t-1).



bancos en las exposiciones a las empresas que operan en las actividades más golpeadas por la crisis.

**A pesar de la estabilidad observada en la evolución de los préstamos dudosos, en España la rentabilidad bancaria se resintió en 2020, en buena parte como consecuencia del aumento de las dotaciones por deterioros en la cartera de préstamos a las actividades productivas.** La rentabilidad sobre activos (ROA) agregada, según la información de los estados individuales en los negocios en España, ha caído cerca de 70 puntos básicos (pb), hasta situarse en terreno negativo (-0,12 %). El crecimiento de las dotaciones por deterioros en los préstamos a las actividades productivas en España habría contribuido en parte a esta evolución, como ilustra la correlación negativa entre esta partida y la variación del ROA en 2020 (véase gráfico 3.12.1).

**La rentabilidad bancaria también se está viendo afectada por los menores ingresos provenientes de los intereses de los préstamos concedidos a las actividades productivas.** Los ingresos del sector bancario por intereses provenientes de los préstamos a las empresas no financieras residentes se han reducido en 2020 (13 pb sobre el volumen de préstamos del año anterior). Esta evolución ha sido similar a la del conjunto de ingresos por intereses de la cartera del crédito concedido al sector privado no financiero, pero, en el caso de los préstamos a las empresas, las variaciones del volumen (efecto positivo de 17 pb) y de los tipos de interés medios (efecto negativo de -28 pb) han sido más marcadas y se han compensado parcialmente (véase gráfico 3.12.2). El efecto negativo de los menores tipos de interés medios podría estar vinculado, en parte, a la mejora de las condiciones de financiación y al menor riesgo de crédito de los préstamos avalados, con lo que, en este caso, los beneficios, en términos de menores pérdidas de crédito futuras, compensarían, al menos en parte, los menores ingresos actuales.

### 5.3 Perspectivas de la evolución del riesgo de crédito

**La experiencia histórica muestra que las recesiones económicas impactan de forma significativa en la rentabilidad de los sectores productivos, y posteriormente se produce un deterioro de la calidad crediticia de las exposiciones de las entidades financieras a estos sectores.** A raíz de la crisis financiera global iniciada en 2008 se observó un crecimiento muy significativo y generalizado de la ratio de dudosos en el crédito a las actividades productivas, que se prolongó hasta 2013. Concretamente, la proporción de activos dudosos llegó a alcanzar el 20,9 % de esta cartera (el 37,3 % en el caso de la construcción y las actividades inmobiliarias). El deterioro de la calidad del crédito vino acompañado de una pérdida de tejido productivo y estuvo precedido de una evolución negativa de la rentabilidad y de la carga que supone la deuda de las empresas, que alcanzó los peores registros en 2012 (véanse gráficos 3.13.1 y 3.13.2).

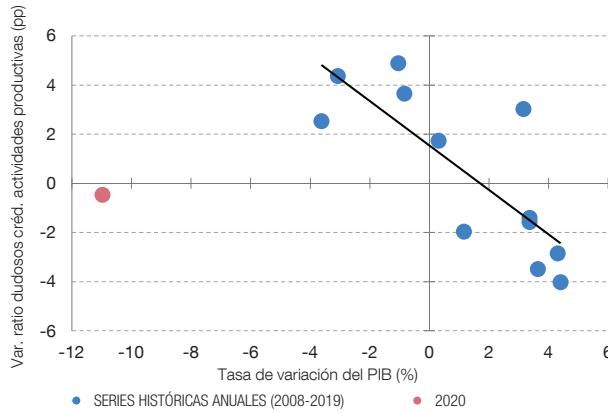
**En la crisis actual, el rápido y amplio despliegue de medidas de apoyo público ha contribuido, hasta ahora, a mitigar de forma sustancial el deterioro de la capacidad de reembolso de los prestatarios y, por tanto, a evitar un aumento en la tasa de salida de empresas.** Como se ha comentado, a diferencia de lo ocurrido durante la anterior crisis financiera global, la caída sin precedentes del PIB en 2020 no se ha traducido, hasta ahora, en un repunte del crédito empresarial dudoso, a pesar del deterioro observado en la situación financiera de las empresas, como se ha mostrado en las secciones anteriores (véase gráfico 3.13.1). Esta evolución diferencial se explicaría, en buena medida, tanto por las actuaciones de apoyo público a los sectores productivos desplegadas durante la crisis actual, que han sostenido su capacidad de repago de las deudas empresariales, como por las medidas de apoyo al crédito y la mejor posición de partida de las entidades bancarias, que les ha permitido atender el aumento de la demanda de financiación de las actividades productivas.

Gráfico 3.13

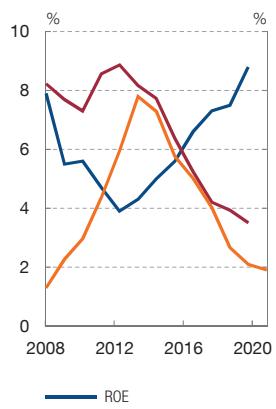
**LA FUERTE CONTRACCIÓN DEL PIB NO SE HA TRADUCIDO HASTA AHORA EN UN REPUNTE DE LA MOROSIDAD EN LA CARTERA DE CRÉDITO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS GRACIAS A LAS MEDIDAS PÚBLICAS DE APOYO, PERO, A MEDIO PLAZO, LA MOROSIDAD PODRÍA REPUNTAR Y AFECTAR AL CAPITAL DE LOS BANCOS**

Como evidencia la experiencia de la crisis financiera global, la contracción severa de la actividad deteriora la situación financiera de las empresas, que anticipa la degradación de su calidad crediticia, y eventualmente la destrucción de tejido productivo. Sin embargo, en la crisis actual las medidas de apoyo han evitado hasta ahora la materialización de ese escenario adverso y han sostenido la capacidad de reembolso de las deudas de las empresas, a pesar del desplome de la actividad y de las rentas. En cualquier caso, la evolución de las cotizaciones bursátiles de ciertos sectores desde marzo de 2020, en buena medida revertida en los últimos meses, proporciona una señal implícita del mayor riesgo de crédito percibido por los inversores. Si este llegara a materializarse, tendría un efecto negativo sobre la solvencia bancaria, si bien puede esperarse una menor sensibilidad para un incremento dado de la ratio de dudosos por la presencia de medidas de apoyo como los avales ICO.

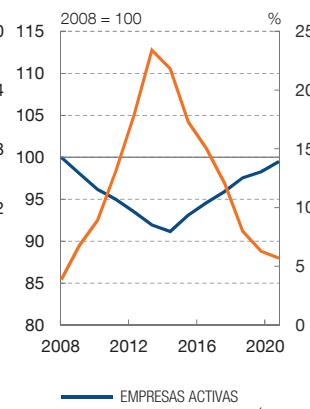
1 TASA DE VARIACIÓN DEL PIB Y VARIACIÓN DE LA RATIO DE DUDOSOS DE ACTIVIDADES PRODUCTIVAS



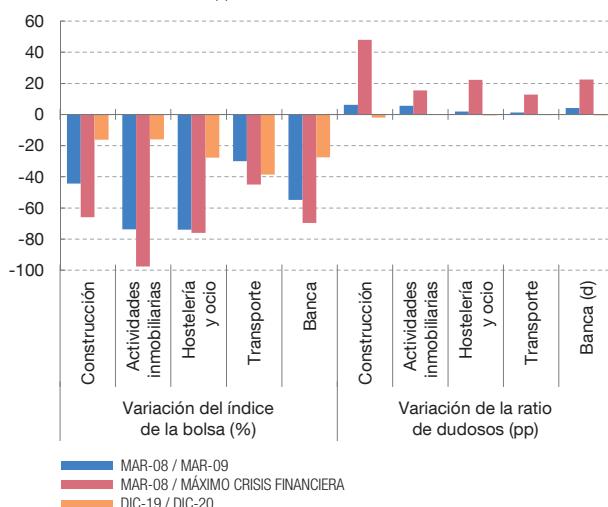
2.1 ROE, CARGA FINANCIERA POR INTERESES Y RATIO DE DUDOSOS



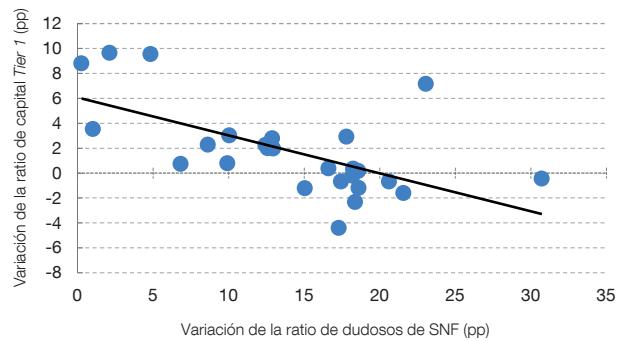
2.2 RATIO DE DUDOSOS Y EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE EMPRESAS ACTIVAS (b)



3 VARIACIÓN DEL ÍNDICE BURSÁTIL Y DE LA RATIO DE DUDOSOS DE LOS PRINCIPALES SECTORES EN LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL Y EN LA ACTUAL CRISIS (c)



4 VARIACIÓN DE LA RATIO DE DUDOSOS DE SNF Y VARIACIÓN DE LA RATIO DE TIER 1 ENTRE 2008 Y 2012



**FUENTES:** Banco de España, Instituto Nacional de Estadística y Thomson Reuters.

- a La carga financiera por intereses se define como la ratio de intereses sobre financiación recibida sobre la suma del resultado bruto de explotación y los ingresos financieros.
- b El número de empresas activas se calcula a 1 de enero de cada año.
- c En el gráfico se presentan la variación de la ratio de dudosos y la variación del índice bursátil de algunos sectores de la Bolsa de Madrid. Se presenta la variación en el primer año de la crisis financiera global (marzo de 2008 a marzo de 2009), desde el comienzo de la crisis financiera global hasta el máximo (de dudosos) y mínimo (de cotizaciones), y en el primer año de la crisis actual (diciembre de 2019 a diciembre de 2020).
- d La ratio de dudosos del sector bancario se refiere a la ratio de dudosos del conjunto de las sociedades no financieras.



**El hecho de que el crédito dudoso no haya aumentado a corto plazo no permite descartar la posibilidad de una mayor materialización del riesgo de impagos a medio plazo.** La experiencia de la crisis financiera global muestra que las correcciones de las valoraciones bursátiles durante la fase inicial (2008-2009) fueron muy marcadas, a pesar de que el aumento del crédito dudoso durante esta fue contenido en la mayoría de los sectores en relación con el deterioro observado en el período más amplio de 2008-2013 (véase gráfico 3.13.3). Esta experiencia histórica evidencia que la materialización del riesgo de crédito se produce con un cierto desfase con respecto al momento en el que se produce una perturbación.

**El descenso de las valoraciones bursátiles de los sectores más afectados por la pandemia proporciona una señal implícita de mayor riesgo de crédito, si bien las caídas acumuladas de los precios de las acciones se han moderado tras las alzas registradas en los últimos meses.** Las valoraciones bursátiles de sectores como la hostelería, el ocio y el transporte evolucionaron desfavorablemente desde marzo de 2020, y también las del sector bancario, expuesto al riesgo de crédito de las actividades empresariales (véase gráfico 3.13.3). Esta evolución coincidió con una mayor incertidumbre sobre la rentabilidad de las empresas no financieras, por lo que aparece razonablemente asociada a una percepción más negativa de los inversores del riesgo de crédito latente<sup>40</sup>. No obstante, la recuperación de las valoraciones bursátiles de los últimos meses podría ser indicativa de una moderación de estas señales de riesgo<sup>41</sup>.

**El riesgo de impagos podría materializarse una vez que desaparezcan los efectos de las medidas de apoyo, si bien es previsible que parte de su impacto mitigador se extienda más allá del corto plazo.** Aunque algunos de los efectos de los programas de moratorias y de avales públicos<sup>42</sup> operan exclusivamente en el corto plazo (como el aplazamiento de pagos), al evitar el comienzo de cadenas de quiebras, contribuyen también al mantenimiento de la actividad y de la capacidad de pago de las obligaciones bancarias en un horizonte más largo. Las nuevas medidas de apoyo del Real Decreto-ley 5/2021, dirigidas a apoyar la situación financiera de empresas y de autónomos, actuarían también directamente para fortalecer la capacidad de pago de los agentes receptores de estos apoyos en un horizonte más largo. Adicionalmente, la existencia del programa público de avales como elemento mitigador de pérdidas para los bancos reduciría la sensibilidad de la solvencia bancaria al deterioro de la calidad del crédito concedido a las empresas

---

40 Las cotizaciones reflejarían el riesgo de crédito latente de las empresas de mayor tamaño, que puede interpretarse como una cota mínima para el conjunto de pymes y de empresarios individuales, que tienen menores posibilidades de financiación que las empresas de mayor tamaño. La evolución negativa del sector bancario, principal proveedor de fondos de estos empresarios con una escala más reducida, estaría igualmente influida por las perspectivas negativas sobre él.

41 En todo caso, hay que tener en cuenta que el precio de las acciones no solo se mueve por cambios en las expectativas de beneficios de las empresas, sino también por otros factores, como las variaciones en los tipos de interés, en el grado de incertidumbre y en la aversión al riesgo de los inversores.

42 La mayoría de los préstamos acogidos al programa de avales incluyen una carencia del pago del principal.

no financieras con respecto a lo observado en la crisis de 2008-2013 (véase gráfico 3.13.4). Las entidades bancarias cuentan, además, con mayores recursos de capital que en la crisis previa, que se han visto impulsados por la reforma regulatoria en respuesta a esta, y, por tanto, podrían soportar un mayor deterioro sin ver perjudicada su capacidad de concesión de crédito.

**Además, las diferencias entre la crisis actual y la de 2008-2013, en términos de la composición de la cartera de crédito del sector bancario y de la naturaleza de la perturbación, podrían limitar en cierta medida el aumento del crédito empresarial dudoso en esta crisis.** En el período previo a 2008, los sectores de construcción y promoción inmobiliaria habían adquirido una dimensión sistémica en términos tanto de la actividad económica como del volumen de crédito (peso de alrededor del 50 % en la cartera de crédito a las actividades productivas en 2008). La concentración actual en los sectores más afectados por la pandemia es mucho más limitada (cerca del 20 %), aunque, si se añaden los sectores moderadamente afectados, el peso de la cartera se acerca al 50 % del saldo de crédito a las actividades productivas en España. Los avances médicos frente a la pandemia podrían limitar la extensión temporal de los efectos negativos de esta crisis, con un origen en una perturbación exógena al sistema financiero y no relacionada con la acumulación de desequilibrios insostenibles en la estructura productiva, como ocurrió durante la crisis anterior, los cuales requirieron un largo período de corrección.

**A pesar de estos factores mitigantes, la calidad de la cartera crediticia de los bancos podría resentirse significativamente si la crisis acaba generando daños persistentes en los balances del sector corporativo.** La evidencia histórica apunta a que una evolución hipotética de vulnerabilidad financiera prolongada de los sectores productivos podría venir acompañada de un deterioro notable en la solvencia de los bancos, que, en escenarios extremos, podría limitar su capacidad de intermediación, con el consiguiente impacto negativo sobre las perspectivas de recuperación económica (véase gráfico 3.13.4)<sup>43</sup>. Ello subraya la necesidad de reforzar la situación patrimonial de las empresas para evitar la materialización de este escenario de riesgo. En este contexto, resulta crucial hacer un seguimiento estrecho de la situación financiera de las empresas, con el fin de identificar de forma prematura cualquier indicio de deterioro adicional y tomar las medidas necesarias para contenerlo en caso de que se produjera.

---

43 En el período 2008-2013, la ratio de capital *Tier 1* se incrementa para el conjunto de las entidades, al incorporar a los datos de 2013 la intervención pública para reforzar el capital de estas. Consideramos así el período 2008-2012 para excluir el efecto de esa intervención, si bien se observa una relación negativa entre el aumento de la ratio de dudosos y la variación de la ratio de capital *Tier 1*, tanto en 2008-2012 como en 2008-2013.

## BIBLIOGRAFÍA

Acharya, V. V., M. Crosignani, T. Eisert y C. Eufinger (2020). «Zombie Credit and (Dis-) Inflation: Evidence from Europe», mimeo.

Acharya, V. V., T. Eisert, C. Eufinger y C. Hirsch (2019). «Whatever It Takes: The Real Effects of Unconventional Monetary Policy», *The Review of Financial Studies*, n.º 32, pp. 3366-3411.

Acharya, V. V., y K. Subramanian (2009). «Bankruptcy Codes and Innovation», *The Review of Financial Studies*, 22(12), pp. 4949-4988.

Aghion, P., O. Hart y J. Moore (1992). «The economics of bankruptcy reform», *Journal of Law, Economics and Organization*, n.º 8, pp. 523-546.

Alves, P., R. Blanco, S. Mayordomo, F. Arrizabalaga, J. Delgado, G. Jiménez, E. Pérez Asenjo, C. Pérez Montes y C. Trucharte (2020). «El papel del programa de avales públicos en el dinamismo reciente del crédito a autónomos y a empresas no financieras», recuadro 1, «Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.

Arce. Ó., R. Blanco, A. Martín, S. Mayordomo y V. Vanasco (2021). *Bank risk taking and public guarantees*, mimeo.

Banco de España (2020). «El mercado español de deuda corporativa durante la crisis del COVID-19», recuadro 6, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2020, Banco de España.

Banco de España (2021). «Proyecciones macroeconómicas 2021-2023», recuadro 1, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España

Berger, A. N., F. L. Klapper y G. F. Udell (2001). «The ability of banks to lend to informationally opaque small businesses», *Journal of Banking & Finance*, 25(12), diciembre, pp. 2127-2167.

Blanchard, O., T. Philippon y J. Pisani-Ferry (2020). «A New Policy Toolkit is Needed as Countries Exit COVID-19 Lockdowns», *PIIE Policy Brief*, 20-8.

Blanco, R., S. Mayordomo, Á. Menéndez y M. Mulino (2020). «El impacto de la crisis del COVID-19 sobre la situación financiera de las empresas no financieras en 2020: evidencia basada en la Central de Balances», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.

Blanco, R., S. Mayordomo, Á. Menéndez y M. Mulino (2021). *El impacto de la crisis del COVID-19 sobre la vulnerabilidad financiera de las empresas españolas*, Documentos Opcionales, Banco de España, de próxima publicación.

Blickle, K., y J. Santos (2020). «The Costs of Corporate Debt Overhang», mimeo.

Brunnermeier, M., y A. Krishnamurthy (2020). «Corporate debt overhang and credit policy», *BPEA Conference Drafts*, June 25.

Caballero, R., T. Hoshi y A. Kashyap (2008). «Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan», *American Economic Review* 98(5), pp. 1943-1977.

Fondo Monetario Internacional (2013). *Spain. 2013 Article IV Consultation*, IMF Country Report n.º 13/245.

Fondo Monetario Internacional (2014). *Spain. 2014 Article IV Consultation*, IMF Country Report n.º 14/193.

Fondo Monetario Internacional (2015). *Spain. 2015 Article IV Consultation*, IMF Country Report n.º 15/232.

Gavilá, S., A. Maldonado y A. Marcelo (2020). «El sistema interno de evaluación del crédito del Banco de España», *Revista de Estabilidad Financiera*, n.º 38, primavera 2020.

González, B., E. Moral-Benito e I. Soler (2021). *On the survival of insolvent and stagnant firms and its macroeconomic consequences*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

Kalemli-Ozcan, S., L. A. Laeven y D. Moreno (2019). *Debt Overhang, Rollover Risk, and Corporate Investment: Evidence from the European Crisis*, ECB Working Papers, n.º 2241.

McGowan, M. A., D. Andrews y V. Millot (2017). *Insolvency regimes, zombie firms and capital reallocation*, Working Papers Eco, n.º 31, OECD Economic Department.

McGowan, M. A., D. Andrews y V. Millot (2018). «The Walking Dead? Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries», *Economic Policy*, 13(96), pp. 687-736.

Menéndez, Á., y M. Mulino (2021a). «[Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2021](#)», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.

Menéndez, Á., y M. Mulino (2021b). “Evolución reciente de la distribución del endeudamiento de las empresas de la CBT”, recuadro 1, «[Resultados de las empresas no financieras hasta el cuarto trimestre de 2020. Un avance de cierre del ejercicio](#)», Artículos Analíticos, *Boletín económico*, 2/2021, Banco de España.

Myers, S. C. (1977). «[Determinants of Corporate Borrowing](#)», *Journal of Financial Economics*, 5(2), pp. 147-175.

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2018). *OECD Economic Surveys: Spain 2018*.

Philippon, T. (2010). «[Debt Overhang and Recapitalization in Closed and Open Economies](#)», *IMF Economic Review*, 58(1), August, pp. 157-178.

Skeel, D. (2020). *Bankruptcy and the Coronavirus*, Brookings Working Papers.

## EL EFECTO MACROECONÓMICO ASOCIADO A LOS PROBLEMAS DE VIABILIDAD Y DE SOLVENCIA DE LAS EMPRESAS GENERADOS POR LA CRISIS DEL COVID-19

El análisis de la situación financiera de las empresas españolas presentado en el texto principal aporta una estimación del porcentaje de ellas que, como consecuencia de la crisis del COVID-19, presentarían riesgo de ser inviables y de las que seguirían siendo viables pero se encontrarían sobreendeudadas. El primer grupo de empresas está abocado a salir del mercado, mientras que las segundas podrían sobrevivir si consiguen revertir su situación a través de reestructuraciones de deuda, recapitalizaciones o el apoyo público en forma de ayudas directas.

Los resultados del análisis comentado en el texto principal, resumidos en las primeras columnas del cuadro 1, indican que, en el escenario más favorable (coherente con el escenario macroeconómico central de las proyecciones del Banco de España de marzo de 2021 y con un umbral de deuda sobre resultados de 12 veces, a efectos de la determinación de la situación de sobreendeudamiento), las empresas que pasarían a presentar problemas de sobreendeudamiento como consecuencia de la crisis, pero que seguirían siendo viables, concentrarían el 1,8 % de la inversión y el 3,5 % del empleo antes de la pandemia, mientras que estos porcentajes aumentarían al 3,1 % de la inversión y al 6,1 % del empleo en el escenario menos favorable (coherente con el escenario macroeconómico severo de las proyecciones de marzo de 2021 del Banco de España y con un umbral de deuda de 9 veces). Si se añaden las empresas que pasarían a presentar riesgo de ser inviables, los pesos alcanzan el 2,3 % de la inversión y el 6,1 % del empleo en el escenario más favorable, y el 3,8 % de la inversión y el 9,8 % del empleo en el menos favorable. Estas cifras representan, por tanto, el impacto directo sobre la inversión y el empleo agregados derivado de la desaparición de estos grupos de empresas vulnerables en cada escenario considerado.

No obstante, estos impactos directos infravaloran el efecto total de una perturbación de este tipo, debido a la existencia de ciertos efectos de equilibrio general. Para cuantificar (de forma aproximada) dicho efecto total, a continuación se presentan simulaciones con el modelo trimestral del Banco de España (MTBE)<sup>1</sup>. Este modelo macroeconómico, estimado con series históricas de la economía española, capture los efectos

de equilibrio general que una caída del empleo tiene sobre la renta de los hogares y sobre sus decisiones de gasto, y cómo las empresas, al enfrentarse a una menor demanda, reducen también su propia demanda de empleo y de inversión. Además de estos efectos amplificadores, el modelo incorpora también algunos canales de atenuación, en gran medida ligados a las reducciones de precios y, en parte, a estabilizadores automáticos, como los derivados del aumento de las prestaciones de desempleo. Asimismo, como consecuencia de la disminución de la renta, se reducen los impuestos directos y las cotizaciones sociales, y, como resultado, la renta disponible real de los hogares cae menos que el empleo. En todo caso, hay que tener en cuenta que el modelo no captura algunos canales financieros, como, por ejemplo, los efectos asociados a quiebras en cadena derivados de las relaciones comerciales y financieras entre empresas.

En los ejercicios que se resumen a continuación se cuantifican los efectos sobre el PIB de la eventual pérdida de tejido productivo asociada a los problemas de viabilidad y de solvencia empresarial generados por la crisis del COVID-19 bajo distintos escenarios macroeconómicos. Se supone que la desaparición de las empresas afectadas tiene lugar de forma gradual a lo largo de 2021.

Al simular con el MTBE el impacto de la perturbación (las primeras columnas del cuadro 1 muestran el tamaño de la perturbación y las últimas presentan los resultados de la simulación), los efectos amplificadores resultan más pronunciados en términos de inversión empresarial que de empleo, para el que los estabilizadores automáticos son más efectivos y hacen que los canales amortiguadores compensen prácticamente por completo los amplificadores. En conjunto, para el escenario más favorable se estima un efecto contractivo del 0,8 % sobre el PIB en 2022 (cuando se alcanza el máximo impacto, debido al efecto retardado con el que actúan los canales de transmisión en el modelo), derivado de la desaparición de las empresas viables que pasarán a presentar problemas de sobreendeudamiento tras la crisis del COVID-19. Este efecto no es permanente, pero sí persistente: al cabo de cinco años, reverte aproximadamente un tercio del efecto inicial, de manera que el efecto promedio es del 0,6 % del

<sup>1</sup> Véase Arencibia Pareja, Hurtado, De Luis y Ortega (2017), *New version of the Quarterly Model of Banco de España (MTBE)*, Documentos Ocasionales, n.º 1709, Banco de España.

Recuadro 3.1

**EL EFECTO MACROECONÓMICO ASOCIADO A LOS PROBLEMAS DE VIABILIDAD Y DE SOLVENCIA DE LAS EMPRESAS GENERADOS POR LA CRISIS DEL COVID-19 (cont.)**

PIB, y, en términos acumulados, durante esos cinco años la pérdida es del 3,2% del PIB anual (véase última columna del cuadro 1). En el escenario menos favorable, el impacto sobre el PIB de 2022 asociado a la quiebra de todas las empresas que presentarían problemas de sobreendeudamiento a raíz de la crisis sería del 1,3%.

Si se considera, además, el impacto vinculado a la quiebra de todas las empresas que pasarían a presentar riesgos de ser inviables como consecuencia de la crisis, el efecto estimado sería una contracción del 1,4% del PIB en 2022 en el escenario más favorable y del 2,1% en el menos favorable.

Cuadro 1  
EFECTO MACROECONÓMICO DE LA DESAPARICIÓN DE EMPRESAS CON DIFICULTADES

%	Peso de las empresas con dificultades sobre el total de empresas	Efecto macroeconómico en 2022 de la desaparición de empresas			Efecto acumulado sobre el PIB en cinco años (a)
		En la inversión	En el empleo	Sobre el PIB	
<b>Escenario más favorable</b>					
Desaparición de las empresas que pasarían a estar sobreendeudadas pero seguirían siendo viables	1,8	3,5	-0,8	-2,9	-3,5
Desaparición de las empresas que pasarían a tener riesgo de ser inviables y a estar sobreendeudadas pero seguirían siendo viables	2,3	6,1	-1,4	-4,0	-6,2
<b>Escenario menos favorable</b>					
Desaparición de las empresas que pasarían a estar sobreendeudadas pero seguirían siendo viables	3,1	6,1	-1,3	-4,8	-5,9
Desaparición de las empresas que pasarían a tener riesgo de ser inviables y a estar sobreendeudadas pero seguirían siendo viables	3,8	9,8	-2,1	-6,4	-9,6
					-8,2

**FUENTE:** Banco de España.

a Se calcula como cinco veces el impacto medio anual en términos porcentuales.

## MEDIDAS DE POLÍTICA ECONÓMICA PARA REFORZAR LA SOLVENCIA EMPRESARIAL APROBADAS EN ESPAÑA DURANTE LA CRISIS DEL COVID-19

La crisis del COVID-19 ha deteriorado la situación patrimonial de muchas empresas y autónomos, especialmente en los sectores más afectados. En este contexto, el Gobierno español ha aprobado diversas medidas para reforzar la posición financiera de estos agentes. Las medidas se pueden agrupar en tres bloques según los instrumentos utilizados: recapitalizaciones, ayudas directas y apoyo a las reestructuraciones de deuda financiera.

Respecto al primer grupo de medidas, el Gobierno español creó, en primer lugar, el Fondo de Apoyo a la Solvencia de Empresas Estratégicas, gestionado por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI)<sup>1</sup>. Se trata de un fondo, dotado con 10 mm de euros, cuyo objetivo es reforzar la solvencia de empresas no financieras de gran dimensión afectadas por la crisis del COVID-19 y que sean consideradas estratégicas para el tejido productivo. El fondo se articula a través de distintos instrumentos, como préstamos participativos, deuda subordinada y la suscripción de acciones u otros instrumentos de capital. Hasta el momento se han concedido 968 millones de euros (9,7 % del total presupuestado), que se han distribuido en cuatro operaciones.

Asimismo, dentro de un amplio abanico de actuaciones incluidas en el RDL, de medidas extraordinarias de apoyo a la solvencia empresarial en respuesta a la pandemia de la COVID-19<sup>2</sup>, se contempla la creación de un fondo (el Fondo de Recapitalización de Empresas Afectadas por COVID), dotado con 1.000 millones de euros, cuyo fin es recapitalizar empresas de tamaño mediano viables que se enfrentan a problemas de solvencia y que no pueden acceder al fondo gestionado por la SEPI<sup>3</sup>. La gestión del fondo corresponderá a la Compañía Española de Financiación del Desarrollo, COFIDES, una sociedad anónima mercantil estatal con participación público-privada. El fondo usará distintos instrumentos financieros, como préstamos ordinarios, préstamos participativos, capital u otros, para apoyar a estas compañías.

Algunas comunidades autónomas (CCAA) también han introducido mecanismos de apoyo al capital de las empresas. Así, por ejemplo, la Generalitat Valenciana y el Instituto Valenciano de Finanzas han diseñado un esquema de colaboración público-privada para la recapitalización de las pymes valencianas en riesgo de insolvencia debido a la crisis del COVID-19. Con este fin, la Generalitat Valenciana ha seleccionado una sociedad de capital riesgo para gestionar un fondo con una dotación financiera total de 60 millones de euros (25 millones proporcionados por la Generalitat y 35 millones por inversores privados)<sup>4</sup>. Asimismo, la Junta de Andalucía ha establecido un fondo de capital híbrido, mediante préstamos participativos, con una dotación de 60 millones de euros, para facilitar la recapitalización de las pymes andaluzas cuya estructura de capital se haya visto debilitada por la crisis. La Generalitat de Catalunya también ha habilitado una línea de préstamos participativos, por un importe de 9 millones de euros, a la que podrán optar empresas catalanas especialmente afectadas por la crisis sanitaria. Un esquema similar, por un importe de 6 millones de euros, se ha implementado en Asturias para cubrir las necesidades de inversión en todo tipo de activos por parte de empresas pertenecientes al sector industrial.

En cuanto al segundo bloque de medidas, el RDL establece la Línea COVID de Ayudas Directas a Autónomos y Empresas con la principal finalidad de reducir el endeudamiento suscrito a partir de marzo de 2020 por las empresas y los autónomos más afectados por la crisis. En esta línea, que cuenta con una dotación total de 7 mm de euros, se canalizarán ayudas directas a las empresas y a los autónomos cuya actividad se ha visto más negativamente afectada por los efectos económicos de la pandemia, en el sentido de que sus ingresos en 2020 hayan caído más de un 30 % con respecto a 2019 y que pertenezcan a determinados sectores. Además, se establece como requisito que las empresas hayan declarado en 2019 beneficios positivos en el impuesto de sociedades o en las actividades económicas del IRPF en

- 1 Véase el Real Decreto-ley 25/2020, de 3 de julio, de medidas urgentes para apoyar la reactivación económica y el empleo (en adelante, RDL).
- 2 La recepción de todas las ayudas contempladas en el RDL estará condicionada a que las empresas receptoras no tengan su domicilio en un paraíso fiscal, no estén en concurso ni hayan cesado la actividad en el momento de la solicitud, se hallen al corriente de pagos de las obligaciones tributarias y de la Seguridad Social, y no repartan dividendos ni aumenten los salarios de su equipo directivo durante un período de dos años, así como al mantenimiento de su actividad hasta junio de 2022.
- 3 Las operaciones financiadas con cargo al fondo de la SEPI tendrán un importe no inferior a 25 millones de euros por beneficiario, salvo en casos excepcionales debidamente justificados.
- 4 Se prevé que los inversores privados concedan préstamos participativos a compañías vulnerables pero viables, al tiempo que los bancos acreedores condonarán la parte no sostenible de la deuda de las compañías a cambio de que estas paguen el resto de la deuda.

**MEDIDAS DE POLÍTICA ECONÓMICA PARA REFORZAR LA SOLVENCIA EMPRESARIAL APROBADAS EN ESPAÑA DURANTE LA CRISIS DEL COVID-19 (cont.)**

el caso de los autónomos. Se trata de ayudas directas de carácter finalista que permiten el pago de deudas contraídas por las empresas desde marzo de 2020, como pagos a proveedores, suministros, salarios, arrendamientos y, en caso de quedar remanente, deudas con acreedores bancarios, primando la reducción del nominal de la deuda con aval público. Estas ayudas podrán llegar al 40 % de la disminución de ingresos que supere el 30 % para las microempresas y los autónomos, y al 20 % para el resto de las empresas, con una cantidad fija de 3.000 euros para los autónomos que tributen en régimen de estimación objetiva, y entre 4.000 y 200.000 euros para el resto de las empresas. La línea será gestionada por las CCAA<sup>5</sup>. Posteriormente, en abril de 2021, se retomó el citado RDL para permitir que las CCAA puedan aplicar criterios más flexibles en cuanto a los sectores beneficiarios y al requisito de presentar ganancias en 2019.

Finalmente, el RDL establece la Línea para la Reestructuración de Deuda Financiera con Aval del Estado, con una dotación de 3 mm de euros. Su objetivo es permitir que el ICO pueda incorporarse a los procesos de reestructuración de deuda financiera solicitada durante la pandemia que cuente con aval público. En concreto, se podrán acordar medidas para, en primer lugar, extender por un período adicional el plazo de vencimiento de los préstamos con aval público y, en segundo lugar, convertir los préstamos con aval público en préstamos participativos, y, como último recurso, conceder ayudas directas para reducir la cuantía de la deuda. Para la articulación de estas medidas se aprobará un Código de Buenas Prácticas, de adhesión voluntaria por parte de las entidades financieras, cuyo objetivo es el establecimiento de un marco de actuación común en las reestructuraciones de los balances empresariales.

<sup>5</sup> La línea se articula en dos compartimentos. Un primer compartimento, con una dotación de 5 mm de euros, para todas las CCAA, salvo Baleares y Canarias, y para las ciudades de Ceuta y Melilla; y un segundo compartimento, con una dotación de 2 mm de euros, para las CCAA de Baleares y Canarias, por el mayor impacto diferencial de la crisis derivado del elevado peso del turismo en su economía.

## EL FUNCIONAMIENTO DEL SISTEMA CONCURSAL Y PRECONCURSAL EN ESPAÑA

En este recuadro se revisan las principales características y carencias de los procedimientos de insolvencias en España. Con carácter general, estos procedimientos desempeñan una importante función para el desarrollo de la actividad empresarial, ya que permiten distinguir entre empresas insolventes pero viables, cuya deuda debe ser reestructurada, y no viables, que han de ser liquidadas. En este sentido, la evidencia internacional<sup>1</sup> pone de manifiesto que la existencia de sistemas de insolvencia eficientes contribuye a una mayor productividad agregada, a más innovación y a un aumento de la inversión empresarial. Asimismo, un buen funcionamiento de estos mecanismos incentiva la actividad de intermediación de los bancos, al facilitar que estos puedan recuperar una parte de los créditos impagados. Finalmente, el correcto funcionamiento de los procedimientos de insolvencia para personas físicas estimula el emprendimiento, ya que los empresarios individuales tenderán a estar menos preocupados por la posibilidad de quebrar, dado que pueden quedar exonerados del pago de una parte de sus deudas.

En España, los procedimientos preconcursales y concursales (concurso de acreedores) se rigen por la Ley Concursal (en adelante, LC), que fue aprobada en 2003 y entró en vigor el 1 de septiembre de 2004<sup>2</sup>. No obstante, el aumento de los concursos de acreedores producto de la crisis financiera global dejó patente diversas disfuncionalidades del sistema, lo que llevó a seis reformas de la LC en el período 2009-2015. Estos procedimientos también pueden ser utilizados por los consumidores, si bien este recuadro se centra en el caso de las empresas y de los autónomos. El esquema 1 muestra los diversos procedimientos preconcursales y concursales atendiendo a la tipología de la empresa.

El concurso de acreedores tiene como objetivo resolver una situación de insolvencia mediante dos vías: convenio o liquidación. Un convenio es un acuerdo entre los

acreedores y la empresa deudora que incluye una reestructuración de deuda, cuyo objetivo es que los prestamistas recuperen la máxima proporción de crédito posible y que la compañía continúe operando. Un convenio puede contemplar una quita (reducción del nominal de la deuda), una espera (aplazamiento del calendario de pagos), capitalizaciones de deuda y la cesión de bienes o derechos en pago de créditos. Para alcanzar un convenio se requiere el voto favorable de una mayoría del crédito ordinario, que consiste mayoritariamente en crédito sin garantía. La liquidación implica la venta de los activos de la empresa para pagar a sus acreedores, siguiendo un determinado orden de prelación.

Asimismo, existen dos mecanismos preconcursales cuyo objetivo es resolver problemas de insolvencia detectados en una fase temprana: el acuerdo extrajudicial de pagos (AEP) para personas físicas y pequeñas empresas, y los acuerdos de refinanciación, a los que predominantemente recurren sociedades de cierta dimensión. Dentro de estos últimos existe una variante: los acuerdos de refinanciación homologados judicialmente, que conceden más protección a la empresa deudora.

Por último, en el caso de personas físicas, ya sean autónomos o propietarios de pequeñas empresas, existen dos fórmulas concursales: la liberación inmediata de las deudas tras la liquidación del patrimonio del deudor y el mecanismo de segunda oportunidad (MSO), que consiste en un plan de pagos de cinco años hasta obtener la exoneración del resto de las deudas.

En comparativa internacional, el uso de los concursos de acreedores en España ha sido tradicionalmente muy escaso, incluso en períodos de crisis económica. Este fenómeno se explica principalmente por la baja utilización de estos procedimientos por parte de autónomos y microempresas (empresas con menos de diez trabajadores),

1 M. A. McGowan, D. Andrews y V. Millot (2017), *Insolvency regimes, zombie firms and capital reallocation*, OECD Economic Department Working Papers Eco, n.º 31; V. V. Acharya y K. Subramanian (2009), «Bankruptcy Codes and Innovation», *The Review of Financial Studies*, 22(12), pp. 4949-4988; J. Ponticelli y S. Alencar (2016), «Court Enforcement, Bank Loans and Firm Investment: Evidence from a Bankruptcy Reform in Brazil», *Quarterly Journal of Economics*, 131(3), pp. 1365-1413; R. La Porta, F. López de Silanes, A. Shleifer y R. W. Vishny (1997), «Legal Determinants of External Finance», *Journal of Finance*, n.º 53, pp. 1131-1150; M. Giannetti (2003), «Do Better Institutions Mitigate Agency Problems? Evidence from Corporate Finance Choices», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), pp. 185-212; J. Qian y P. Strahan (2007), «How Laws & Institutions Shape Financial Contracts: The Case of Bank Loans», *Journal of Finance*, 52(6), pp. 2803-2834; G. Rodano, N. Serrano-Velarde y E. Tarantino (2016), «Bankruptcy Law and Bank Financing», *Journal of Financial Economics*, 120(2), pp. 363-382; W. Fan y M. White (2003), «Personal bankruptcy and the level of entrepreneurial activity», *Journal of Law and Economics*, 46:2, pp. 543-568, y J. Armour y D. Cumming (2008), «Bankruptcy Law and Entrepreneurship», *American Law and Economics Review*, 10(2), pp. 303-350.

2 Ley 22/2003, de 9 de julio. El 1 de septiembre de 2020 entró en vigor el Texto Refundido de la Ley Concursal debido a las numerosas reformas del texto original. Véase el Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley Concursal.

## EL FUNCIONAMIENTO DEL SISTEMA CONCURSAL Y PRECONCURSAL EN ESPAÑA (cont.)

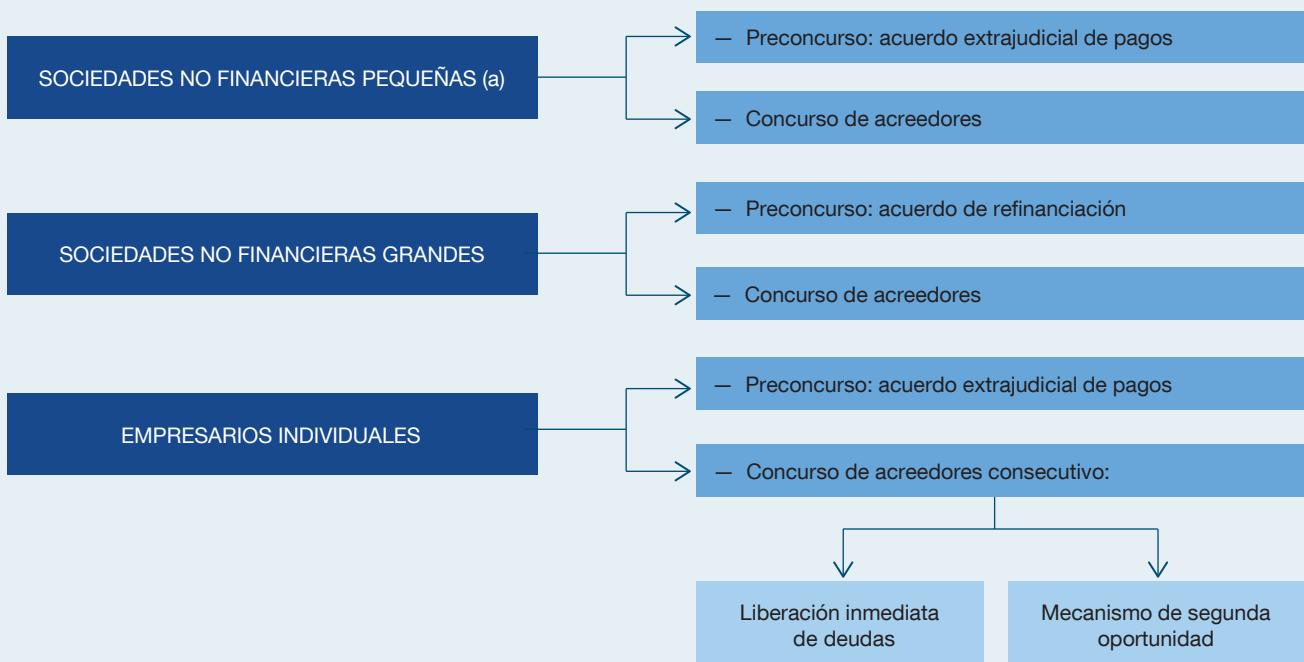
que constituyen el grueso del tejido productivo en España. En el caso de los autónomos, en 2019 hubo 2 concursos por cada 10.000 autónomos en España, frente a los 32 de Francia y los 74 de Inglaterra y Gales. En cuanto a las microempresas, en 2019 hubo 10 concursos por cada 10.000 microempresas españolas, frente a los 105 de Francia<sup>3</sup>.

El escaso uso de esta figura en nuestro país se debe fundamentalmente a dos causas: i) la baja eficiencia del sistema concursal, evidenciada por la lentitud de los procedimientos (su duración media se sitúa entre tres y cuatro años)<sup>4</sup> y ocasionada, al menos parcialmente, por la

congestión de los Juzgados de lo Mercantil, y ii) el reducido atractivo de los concursos de acreedores para las personas físicas, debido a la dificultad para obtener una exoneración de las deudas. En particular, el crédito público (deudas tributarias, cotizaciones a la Seguridad Social) no es exonerable, y este suele suponer un componente importante de la deuda de microempresas y de autónomos. Además, algunos expertos destacan que el plan de pagos del MSO es excesivamente largo (cinco años), si bien la transposición de la directiva de la Unión Europea sobre insolvencias<sup>5</sup> debería reducir la duración del plan de pagos a un máximo de tres años. Por último, un elemento disuasorio adicional reside en el hecho de que los costes

Esquema 1

## MECANISMOS PRECONCURSALES Y CONCURSALES PARA SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y EMPRESARIOS INDIVIDUALES



FUENTE: M. García-Posada Gómez (2020), *Análisis de los procedimientos de insolvencia en España en el contexto de la crisis del COVID-19: los concursos de acreedores, los preconcursos y la moratoria concursal*, Documentos Ocasionales, n.º 2029, Banco de España.

a Menos de 50 acreedores, pasivo estimado que no supere los cinco millones de euros, activo que no exceda dicha suma.

3 M. García-Posada Gómez (2020), *Análisis de los procedimientos de insolvencia en España en el contexto de la crisis del COVID-19: los concursos de acreedores, los preconcursos y la moratoria concursal*, Documentos Ocasionales, n.º 2029, Banco de España.

4 M. García-Posada Gómez y R. Vegas (2018). «Bankruptcy reforms in the midst of the Great Recession: the Spanish Experience», *International Review of Law & Economics*, vol. 55, September 2018, pp 71-95.

5 Directiva (UE) 2019/1023 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de junio de 2019, sobre marcos de reestructuración preventiva, exoneración de deudas e inhabilitaciones, y sobre medidas para aumentar la eficiencia de los procedimientos de reestructuración, insolvencia y exoneración de deudas, y por la que se modifica la Directiva (UE) 2017/1132.

del procedimiento (costes judiciales, sueldos de los administradores concursales y de los abogados) son altos y, en buena parte, fijos o no suficientemente dependientes del importe de la deuda y de los activos de la empresa. Todo esto, junto con el estigma que puede ocasionar el uso de los mecanismos preconcursales y concursales, hace que las empresas<sup>6</sup> suelan recurrir a los concursos de acreedores solo como última opción, lo que conlleva que la gran mayoría de dichos concursos terminen en liquidación<sup>7</sup>, puesto que las empresas llegan a estos procedimientos en condiciones financieras de extrema vulnerabilidad.

Finalmente, en cuanto a los procedimientos preconcursales, los acuerdos de refinanciación parecen estar cumpliendo bien su función de mecanismo alternativo a los concursos para empresas de cierta dimensión. Por el contrario, el escaso uso de los AEP revela que estos no son atractivos para los autónomos y

los propietarios de pequeñas empresas<sup>8</sup>. Según algunos expertos<sup>9</sup>, existen dos razones que explican este fenómeno. Primero, la negociación de la deuda con los acreedores de derecho público queda fuera del AEP. Segundo, los incentivos económicos de los posibles mediadores a recomendar un AEP a los potenciales beneficiarios son generalmente escasos, debido a que las retribuciones suelen ser muy bajas, por lo que la mayoría no lo hacen y tampoco informan de la existencia de este procedimiento a los deudores. En este contexto, algunos analistas<sup>10</sup> han propuesto distintas vías para fomentar la participación y el buen desempeño de profesionales involucrados en los procesos preconcursales y concursales: por ejemplo, incrementando las retribuciones de los mediadores concursales a quienes se encomienda la gestión y la negociación del AEP, garantizando las retribuciones de los administradores concursales y aumentando el alcance de la aplicación de la justicia gratuita —el llamado «turno de oficio»— al ámbito concursal.

6 M. A. McGowan y D. Andrews (2018), *Design of insolvency regimes across countries*, OECD Economics Department Working Papers, n.º 1504.

7 El 93 %, según M. García-Posada y R. Vegas (2018), «*Bankruptcy reforms in the midst of the Great Recession: the Spanish Experience*», *International Review of Law & Economics*, vol. 55, September 2018, pp 71-95.

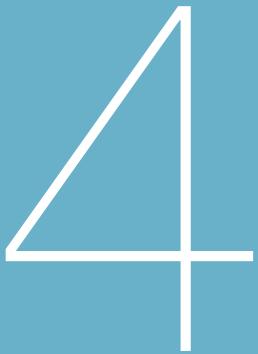
8 Según Van Hemmen (2020a), entre el 1 de marzo de 2015 y el 31 de marzo de 2020 solo se iniciaron 93 AEP de empresas. E. Van Hemmen (2020a), *Estadística concursal. Anuario 2019*, Colegio de Registradores de la Propiedad y de lo Mercantil de España, Madrid.

9 S. Van Hemmen (2020b), «*Acompañando la segunda oportunidad*», *Anuario de Derecho Concursal*, n.º 50.

10 M. Celentani y F. Gómez Pomar (2020), «Concursos y pre-concursos de personas físicas, autónomos y microempresas: *déjà vu all over again*», *InDret*, 3/2020.







## LA DISTRIBUCIÓN ESPACIAL DE LA POBLACIÓN EN ESPAÑA Y SUS IMPLICACIONES ECONÓMICAS



## 1 Introducción

**En los últimos años, las elevadas disparidades observadas en las dinámicas demográficas de las distintas zonas de nuestro país, así como sus causas y sus consecuencias económicas y sociales, han ido ganando espacio en el debate público.** Según el barómetro del Centro de Investigaciones Sociológicas de febrero de 2019, el 88 % de la ciudadanía consideraba que la despoblación de las zonas rurales de España representaba un problema bastante grave o muy grave. En octubre de 2020, esta preocupación quedó reflejada en el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia de la economía española, que guiará la ejecución de los fondos europeos hasta 2023, al incluir como primera política tractora la denominada «agenda urbana y rural, la lucha contra la despoblación y el desarrollo de la agricultura».

**Por otra parte, la irrupción de la pandemia ha acelerado el proceso de cambio estructural en dos ámbitos ligados a las decisiones de ubicación geográfica de la población: la digitalización y el teletrabajo.** Según una encuesta de opinión sobre el impacto del COVID-19 llevada a cabo por el Instituto Nacional de Estadística (INE), más del 30 % de las empresas que han utilizado el teletrabajo y más del 20 % de las que han recurrido al comercio electrónico durante la pandemia lo mantendrán en el futuro<sup>1</sup>. Asimismo, el posible impacto de estos cambios sobre las decisiones de residencia ya se atisba en algunos indicadores. Por ejemplo, según información del Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana, las transacciones inmobiliarias de viviendas en municipios rurales han pasado de representar el 11 % del total de las transacciones entre enero de 2013 y diciembre de 2019 a suponer el 15 % en septiembre de 2020<sup>2</sup>. Además, según la Estadística de Migraciones del INE, el primer semestre de 2020 fue el primero en el que la provincia de Madrid presentó un saldo migratorio interprovincial negativo desde la crisis financiera global iniciada en 2008.

**En este contexto, resulta prioritario disponer de un análisis minucioso sobre las fuerzas que determinan la distribución de la población y de la actividad económica en el territorio.** Dicho análisis ha de conformar la base sobre la que elaborar un diagnóstico de la situación que permita abordar la discusión de políticas económicas desde una perspectiva integral, esto es, que incorpore no solo los

---

<sup>1</sup> Véase [Indicadores de confianza empresarial. Módulo de opinión sobre COVID-19](#).

<sup>2</sup> [Gupta et al.](#) (2021) documentan un aumento de los precios de alquiler en las zonas periféricas de las principales ciudades de Estados Unidos en relación con el centro de dichas ciudades a lo largo de 2020. Además, en la medida en que los precios de venta siguieron el mismo patrón, aunque menos acusado, concluyen que el aumento de la demanda relativa en zonas periféricas tiene un componente estructural.

beneficios de las políticas, sino también los costes que cualquier actuación implica en un marco analítico amplio.

**En este capítulo se presenta una descripción pormenorizada de la distribución espacial de la población en los pueblos y ciudades de España, así como su relación con varios aspectos económicos relevantes.** Tras esta introducción, el segundo epígrafe enmarca el caso español en un contexto de tendencia global hacia una mayor urbanización, como resultado del proceso de desarrollo económico que también se ha observado en otras muchas economías avanzadas. No obstante, se documentan algunas idiosincrasias del caso español, en comparación con la experiencia europea, como un mayor porcentaje de territorio deshabitado y una mayor concentración de la población. Estas dos características redundan en una mayor incidencia de municipios en riesgo de despoblación en España, que, además, presentan deficiencias significativas en términos de acceso a servicios de diversa índole. Asimismo, la pérdida de dinamismo de las ciudades españolas de menor tamaño se revela como un catalizador del proceso de despoblación rural a lo largo de las últimas décadas. En el tercer epígrafe se analizan en detalle dichas dinámicas poblacionales en las ciudades españolas. En concreto, las migraciones de la población más joven hacia las ciudades de mayor tamaño se identifican como factor destacado, y se ofrece una panorámica de los factores que explican este patrón. Además, se documenta una concentración creciente de trabajadores cualificados en las grandes ciudades, que acarrea un aumento de la disparidad en la renta laboral, tanto dentro de cada área urbana como entre las diferentes ciudades. Finalmente, a la luz de la evidencia presentada en el capítulo, en el cuarto epígrafe se recogen algunas consideraciones generales sobre el diseño de las políticas públicas.

## 2 La distribución de la población en las áreas rurales y urbanas

### 2.1 El fenómeno de la urbanización en el mundo y en España

**Las ciudades existen porque las interacciones sociales resultantes de la proximidad física redundan en beneficios de diversa índole para las personas.** La concentración de la población y de la actividad económica en parcelas relativamente limitadas del territorio permite acceder a servicios a un menor coste por persona, así como facilitar la interacción entre empresas y trabajadores, con las consecuentes ganancias en productividad. De este modo, si bien existen costes asociados a la concentración espacial que se discutirán más adelante, las denominadas «economías de aglomeración», que aparecen al aprovechar las sinergias derivadas de la proximidad física, explican, en buena medida, la concentración de la población, en general, y la existencia de las ciudades, en particular.

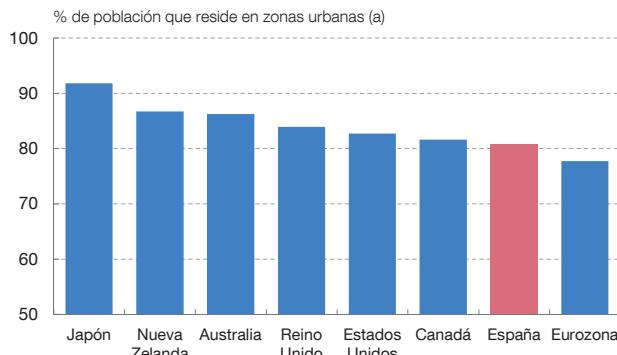
**En un contexto de tendencia global hacia la urbanización, el porcentaje de la población residente en ciudades en España se encuentra en línea con otros**

Gráfico 4.1

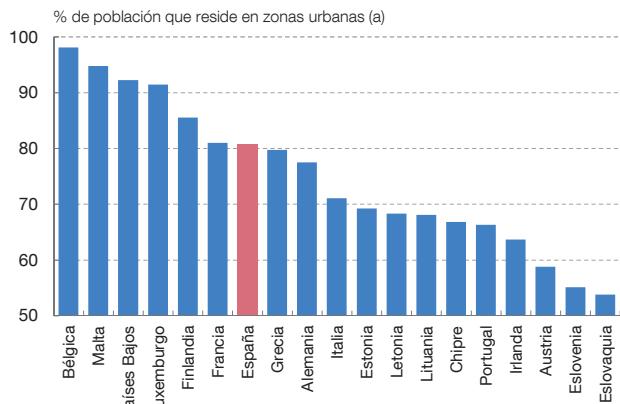
## EL ELEVADO PORCENTAJE DE POBLACIÓN QUE RESIDE EN CIUDADES EN ESPAÑA SE ENMARCA EN UN CONTEXTO DE URBANIZACIÓN A NIVEL GLOBAL

La tasa de urbanización en España estaba en 2020 en línea con la de otros países desarrollados. De acuerdo con la definición de Naciones Unidas, la tasa de urbanización española era algo inferior a la de países como Japón, Reino Unido y Estados Unidos; ligeramente superior a la de países como Alemania e Italia, y prácticamente igual que la de Francia y Grecia.

1 GRUPO DE PAÍSES DESARROLLADOS



2 PAÍSES DE LA EUROZONA



FUENTE: Naciones Unidas.

a De acuerdo con la definición de Naciones Unidas, se consideran zonas urbanas aquellos municipios o unidades administrativas locales con más de 10.000 habitantes.



**países de nuestro entorno.** De acuerdo con la información de Naciones Unidas, la población mundial residente en áreas urbanas prácticamente se duplicó entre 1950 y 2020, pasando de un 29,6 % a un 56,2 %<sup>3</sup>. En el caso de Europa, América del Norte, Australia y Japón, el porcentaje de población urbana alcanzó el 81,4 % en 2020, es decir, ocho de cada diez habitantes del mundo desarrollado residían en ciudades. España no es ajena a estas tendencias. La tasa de urbanización española se situaba en el 80,8 % en 2020, ligeramente superior a la del conjunto de la eurozona, pero por debajo de la del resto de los países considerados desarrollados (véase gráfico 4.1). Además, las últimas proyecciones disponibles de Naciones Unidas indican que el porcentaje de población urbana continuará aumentando, hasta situarse en 2050 en el 68,4 % a nivel mundial y en el 86,6 % en el conjunto de los países más desarrollados. Cabe señalar que, aunque la tasa de urbanización es un indicador que recoge el proceso de aglomeración de la población a lo largo de las últimas décadas, es una variable que puede resultar imperfecta a la hora de analizar el grado de concentración de la población en un territorio. Por un lado, depende de la definición de unidad administrativa considerada. Por otro, no tiene en cuenta la densidad de la población en las diferentes áreas geográficas. En este contexto, el uso de información más granular sobre los lugares de residencia de la

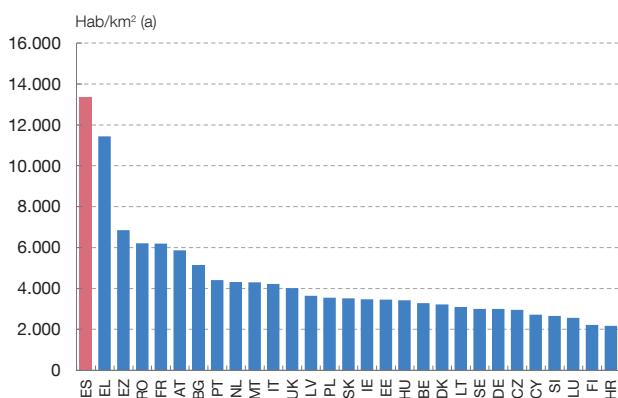
3 La tasa de urbanización se define aquí como el porcentaje de población residente en municipios de más de 10.000 habitantes. Esta definición de Naciones Unidas facilita la comparación entre los diferentes países a nivel global. Para más detalles sobre la construcción de estas estadísticas, véase *2018 Revision of World Urbanization Prospects, United Nations*.

Gráfico 4.2

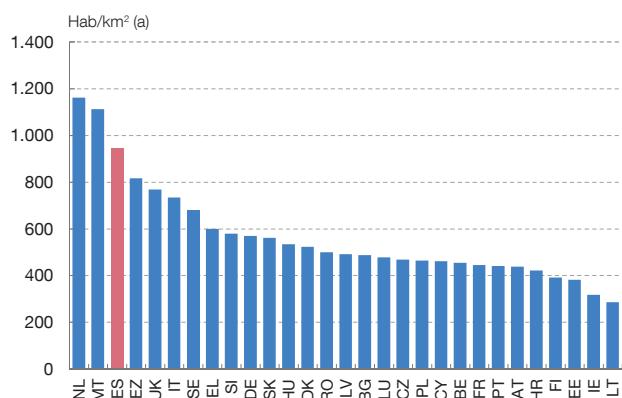
## LA CONCENTRACIÓN DE LA POBLACIÓN EN ESPAÑA ES MAYOR QUE EN OTROS PAÍSES EUROPEOS

La población española vive más concentrada en el territorio que la del resto de los países de nuestro entorno. La densidad, ponderada por población, es muy elevada en relación con Europa, tanto en las áreas urbanas como en las rurales. Esto se debería tanto al elevado porcentaje de territorio deshabitado en España, que representa una anomalía en perspectiva europea (véase recuadro 4.1), como a una mayor concentración poblacional dentro de las zonas habitadas.

1 ÁREAS URBANAS



2 ÁREAS RURALES



FUENTE: Eurostat.

a La medida de densidad considerada se refiere a la media, ponderada por población, del número de habitantes por kilómetro cuadrado. Es decir, captura el número de personas que, en promedio, viven en un radio de 1 km<sup>2</sup> alrededor de cada habitante de una zona rural o urbana.



población permite extraer una información más precisa sobre su grado de concentración.

**En todo caso, la concentración de la población en España es muy elevada en comparación con la del resto de los países europeos.** De acuerdo con la información de Eurostat sobre la población residente en cada kilómetro cuadrado del territorio europeo<sup>4</sup>, se observa que la concentración de la población en España es de las más altas de Europa, tanto en los núcleos poblacionales urbanos como en los rurales. En concreto, la densidad que experimenta el ciudadano medio<sup>5</sup> (de 13.369 y de 946 habitantes por kilómetro cuadrado en las áreas urbanas y rurales de España, respectivamente) es superior a la del conjunto de la eurozona, con densidades de 6.839 y de 816 habitantes por kilómetro cuadrado, respectivamente (véase gráfico 4.2). Por el contrario, según la medida tradicional de densidad, que considera tanto la superficie habitada como la deshabitada, España se sitúa ligeramente por debajo del

4 Esta estadística se basa en una división del territorio europeo en una cuadrícula compuesta por celdas de 1 km<sup>2</sup> y recoge el número de habitantes residentes en cada celda, ya sean 0, si la celda está deshabitada, o un número positivo, si la celda está habitada. Para más detalles, véase [Population Grids, Eurostat Statistics explained](#).

5 Esta medida se refiere al número de personas que, en promedio, viven en un radio de 1 km<sup>2</sup> alrededor de cada habitante de una zona rural o urbana. En concreto, se calcula como la media, ponderada por la población, del número de habitantes por kilómetro cuadrado en un área geográfica determinada.

conjunto de la eurozona, con 94 y 104 habitantes por kilómetro cuadrado, respectivamente. Es decir, además de existir una elevada concentración de la población en la superficie habitada, una amplia porción del territorio español está deshabitada, de forma que tan solo el 12,7 % de su superficie está poblada<sup>6</sup>, frente al 67,8 %, 59,9 % y 57,2 % de países como Francia, Alemania e Italia, respectivamente. De hecho, esta cifra es solo comparable con la de territorios inhóspitos de los países escandinavos del norte de Europa [Gutiérrez *et al.* (2020b)]. Por último, cabe señalar que las peculiaridades geoclimáticas de nuestro país no parecen explicar, por sí solas, el alto nivel de concentración y la baja densidad de asentamientos que, en comparativa europea, hacen de España un caso singular en lo que se refiere a la distribución espacial de la población (véase recuadro 4.1). Aunque la excesiva concentración de la población española en una parte reducida del territorio podría relacionarse con factores de diversa índole (véase recuadro 4.1), la ausencia de información histórica con un nivel de granularidad espacial adecuado impide analizar la evolución de la concentración poblacional a lo largo del tiempo con el suficiente grado de rigor. Por este motivo, a continuación, se analiza la evolución de la tasa de urbanización en España a lo largo de los setenta últimos años desde una perspectiva internacional comparada. Este análisis permite arrojar luz sobre los factores que explican, al menos en parte, la actual distribución de la población española en el territorio.

## 2.2 El proceso de urbanización en España en el período 1950-2018

**El porcentaje de población residente en áreas urbanas ha aumentado de forma significativa en España desde 1950, aunque se pueden distinguir dos etapas bien diferenciadas.** Si bien no existe una delimitación objetiva entre áreas rurales y urbanas, ya que las características sociodemográficas, económicas y culturales inherentes a cada una de ellas forman un continuo, la definición de área rural considerada en este trabajo se refiere a todos los municipios que no han sobrepasado los 10.000 habitantes a lo largo del período 1950-2018 y que, además, no pertenecen a un área urbana funcional<sup>7</sup>. De acuerdo con esta definición, el incremento en la tasa de urbanización entre 1950 y 2018 se ha situado por encima de los 20 puntos porcentuales (pp), hasta alcanzar en la actualidad valores ligeramente por encima del 80 %. Asimismo, se pueden identificar dos fases diferenciadas en dicho proceso de urbanización. La primera se caracterizó por un proceso muy acusado de migraciones desde entornos rurales hacia núcleos urbanos entre las diferentes provincias durante el denominado «éxodo rural», acontecido entre 1950 y la culminación del proceso de industrialización en la década

<sup>6</sup> El porcentaje de territorio habitado se refiere al porcentaje de celdas (kilómetros cuadrados) que presentan al menos un habitante.

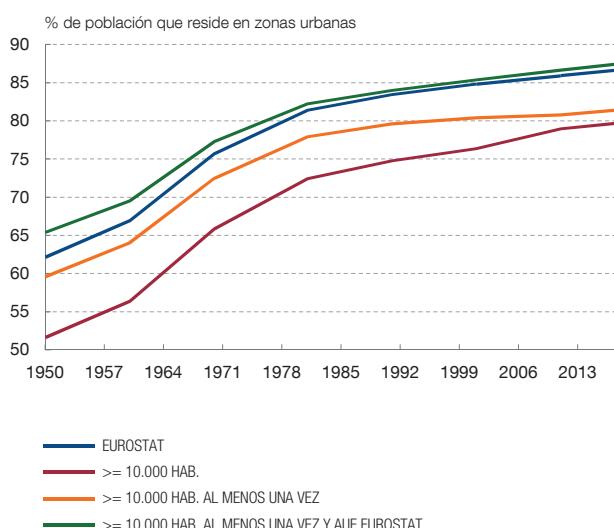
<sup>7</sup> Según Eurostat, un área urbana funcional se define como un conjunto de municipios que están englobados en una única zona de influencia laboral, caracterizada por una alta tasa de desplazamientos laborales entre dichos municipios (para una discusión pormenorizada sobre el conjunto de las áreas urbanas en España, véase el epígrafe 3 de este capítulo). Asimismo, Gutiérrez *et al.* (2020a) ofrecen más detalles sobre las diferentes definiciones de áreas rurales y urbanas en España.

Gráfico 4.3

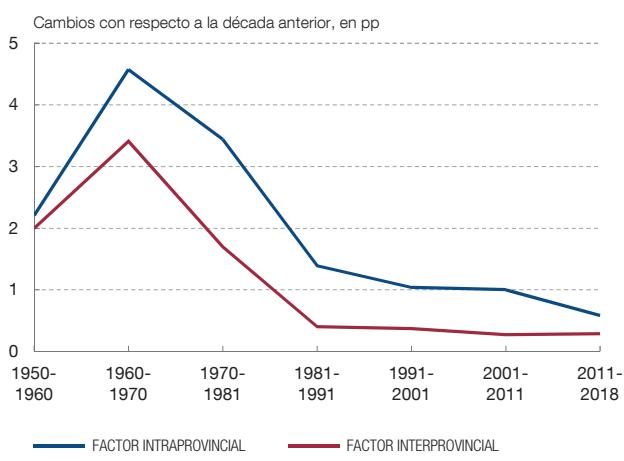
## EL PROCESO DE URBANIZACIÓN EN ESPAÑA A LO LARGO DE LOS SETENTA ÚLTIMOS AÑOS SE CARACTERIZA POR DOS FASES DIFERENCIADAS

La tasa de urbanización aumentó de forma muy significativa desde 1950 hasta finales de la década de los ochenta. A partir de la década de los noventa, la tasa de urbanización aumentó a un ritmo sustancialmente menor. Además, se observa que el componente de migraciones rural-urbanas entre provincias fue muy significativo en la primera etapa (1950-1991), pero prácticamente nulo en el período más reciente, a partir de 1991.

1. EVOLUCIÓN DE LA TASA DE URBANIZACIÓN. DISTINTAS DEFINICIONES (a)



2. DESCOMPOSICIÓN DE LOS CAMBIOS DE LA TASA DE URBANIZACIÓN (b)



FUENTES: Banco de España y Eurostat.

a) Eurostat: población en municipios urbanos según la definición de Eurostat;  $\geq 10.000$  hab.: población en municipios con al menos 10.000 habitantes en ese año;  $\geq 10.000$  hab. al menos una vez: población en municipios con al menos 10.000 habitantes en algún momento del período 1950-2018;  $\geq 10.000$  hab. al menos una vez y AUF Eurostat: población en municipios con al menos 10.000 habitantes en algún momento del período 1950-2018 o en municipios pertenecientes a las áreas urbanas funcionales definidas por Eurostat.

b) El cambio en la tasa de urbanización a escala nacional puede descomponerse en dos términos que recogen la evolución de las tasas de urbanización y los pesos poblacionales de cada una de las provincias. El factor intraprovincial aumenta, por ejemplo, si se produce un proceso migratorio rural-urbano dentro de la misma provincia. El factor interprovincial crece, por ejemplo, si tiene lugar un proceso migratorio rural-urbano o urbano-urbano desde provincias menos urbanizadas hacia provincias más urbanizadas. Para más detalles, véase Gutiérrez *et al.* (2020a).



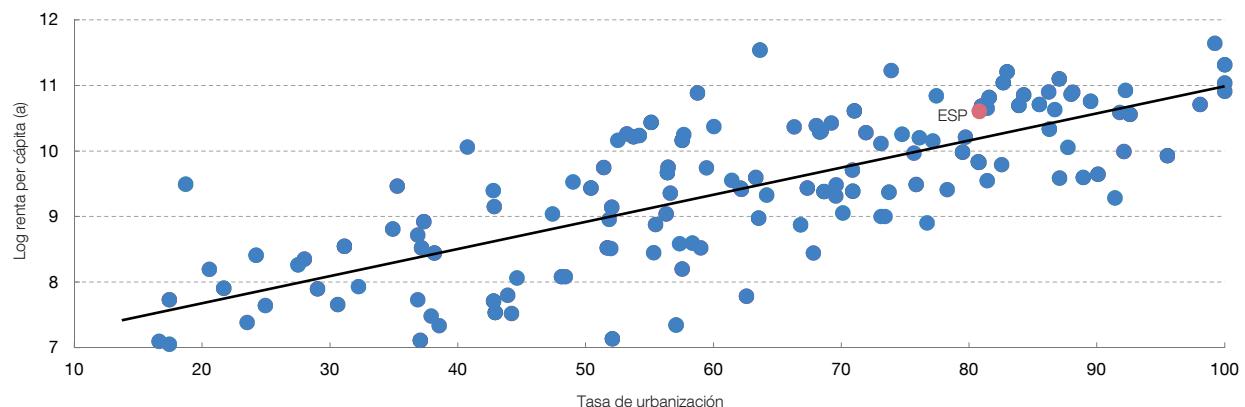
de los ochenta. A partir de entonces, coincidiendo con la instauración del Estado de las autonomías y con el desarrollo del estado de bienestar, se observa una segunda etapa en la que el incremento de la tasa de urbanización prosiguió, aunque a un ritmo mucho más lento (véase gráfico 4.3). A continuación, se analizan las características y la conexión entre ambas etapas.

**En una primera etapa, denominada «de éxodo rural», entre 1950 y 1991, la tasa de urbanización aumentó significativamente, del 59,6 % al 79,6 %.** El proceso migratorio rural-urbano acaecido en España durante ese período se enmarcó en un proceso de cambio estructural, reflejado en la pérdida de peso económico del sector agrario en favor de la industria y de los servicios. Este proceso, común a las economías de todos los países, obedece a cambios en las productividades relativas, de modo que el sector primario es capaz de producir con menor cantidad de mano de obra, mientras que, al mismo tiempo, la población demanda más bienes

Gráfico 4.4

#### EXISTE UNA CLARA RELACIÓN POSITIVA ENTRE LA RENTA PER CÁPITA Y LA TASA DE URBANIZACIÓN A NIVEL INTERNACIONAL

El proceso de cambio estructural desde una economía eminentemente agrícola hacia una economía basada en la industria y en los servicios desencadena un aumento tanto en el nivel de bienestar de los países como en su tasa de urbanización.



FUENTES: Naciones Unidas y Penn World Table version 10.0.

a La renta per cápita se refiere a 2019 y está medida en dólares estadounidenses ajustados por su paridad de poder de compra. Para más detalles, véase <https://www.rug.nl/ggdc/productivity/pwt/?lang=en>.



manufacturados y servicios a medida que aumenta su renta [González-Díez y Moral-Benito (2019)]. Asimismo, las economías de escala y de aglomeración favorecen que la producción de dichos bienes y la provisión de servicios se concentren en las áreas urbanas en mayor medida que la actividad agrícola, dando lugar al denominado «éxodo rural». De este modo, la pérdida de peso del sector agrícola y el aumento de la tasa de urbanización serían dos manifestaciones del mismo proceso de transformación estructural asociado al desarrollo de cualquier economía [Michaels *et al.* (2012)]. En efecto, la tasa de urbanización y el nivel de desarrollo económico de los países están íntimamente relacionados, por lo que España se sitúa en el grupo de países más desarrollados, con una renta per cápita y una tasa de urbanización elevadas desde una perspectiva internacional (véase gráfico 4.4).

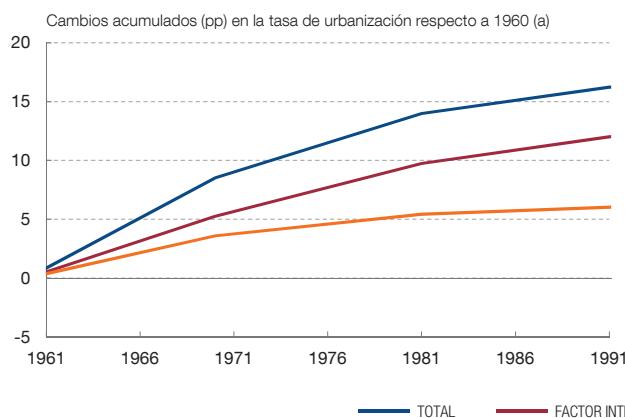
**Los flujos migratorios entre regiones durante la fase del éxodo rural podrían explicar, al menos en parte, la distribución actual de la actividad económica en España.** Si bien el proceso de cambio estructural desde una economía basada en la agricultura hacia otra economía con base en la industria y en los servicios es indisoluble del aumento de la tasa de urbanización, los flujos migratorios rural-urbanos pueden presentar patrones diferentes en función del momento de la historia en el que tiene lugar esta transformación estructural [Henderson *et al.* (2018)]. En concreto, si la transformación estructural se produce cuando los costes de movilidad y transporte son elevados, tienden a observarse migraciones campo-ciudad dentro de cada región, dando lugar a una industrialización más homogénea entre las diferentes partes del territorio [Eckert y Peters (2018)]. Sin embargo, en España, el

Gráfico 4.5

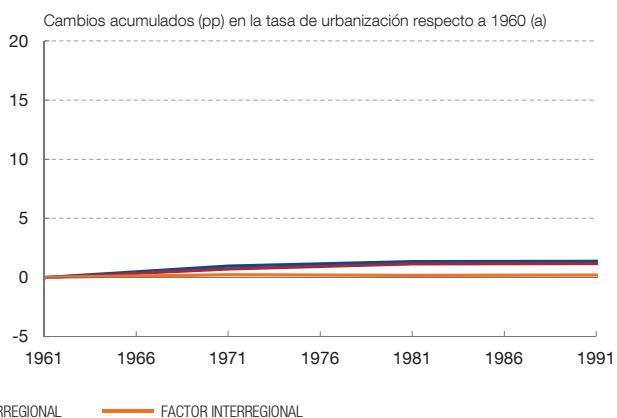
## EL AUMENTO DE LA TASA DE URBANIZACIÓN EN ESPAÑA FUE MUY ACUSADO ENTRE LAS DÉCADAS DE LOS SESENTA Y LOS NOVENTA

La transformación estructural de la economía española a partir de 1960 desencadenó el denominado «éxodo rural» y el aumento de la tasa de urbanización. Sin embargo, otros países, como Alemania, ya habían completado dicho proceso a principios del siglo XX.

1 ESPAÑA



2 ALEMANIA



FUENTES: Banco de España y Eurostat.

a) El cambio en la tasa de urbanización a escala nacional puede descomponerse en dos términos que recogen la evolución de las tasas de urbanización y los pesos poblacionales de cada una de las provincias. El factor intraregional aumenta, por ejemplo, si se produce un proceso migratorio rural-urbano dentro de la misma provincia. El factor interregional crece, por ejemplo, si tiene lugar un proceso migratorio rural-urbano o urbano-urbano desde provincias menos urbanizadas hacia provincias más urbanizadas. Para más detalles, véase Gutiérrez *et al.* (2020a).



proceso de desagrariación y urbanización aún estaba por desarrollarse a mediados del siglo XX, cuando los costes de movilidad y de transporte eran ya relativamente reducidos desde una perspectiva histórica amplia. En efecto, en 1960 el peso del sector agrícola en la economía española aún era del 36,5 %, muy por encima de países como Estados Unidos o Alemania, donde solo representaba el 5,7 % y el 13,7 % del empleo total, respectivamente. De este modo, el proceso de desagrariación y urbanización iniciado en España a partir de 1960 vino acompañado de una proporción relativamente elevada de migraciones interregionales campo-ciudad en comparación con otros países<sup>8</sup> (véase gráfico 4.5). Por tanto, el hecho de que el proceso de industrialización español se completara relativamente tarde en relación con otros países desarrollados podría haber contribuido, al menos en parte, a la mayor concentración de la población y de la actividad económica en determinadas regiones que se observa en la actualidad (véase recuadro 4.2).

**En una segunda etapa, que se inició en la década de los noventa del siglo pasado, la tasa de urbanización continuó, aunque a un ritmo significativamente**

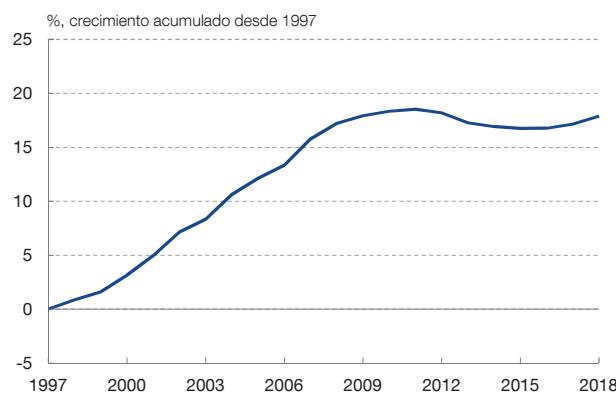
<sup>8</sup> Durante este período, el proceso migratorio rural-urbano fue acompañado de un aumento de las migraciones exteriores, hacia América desde finales de los cuarenta y hacia la Europa industrializada a partir de la década de 1960. Sin embargo, la magnitud de estas migraciones internacionales fue significativamente inferior a los flujos migratorios interiores. En concreto, entre 1960 y 1974, más de 50.000 españoles habrían emigrado anualmente a Europa, frente a los cerca de 400.000 que habrían realizado una migración interior [véase Arroyo-Pérez (2003)].

Gráfico 4.6

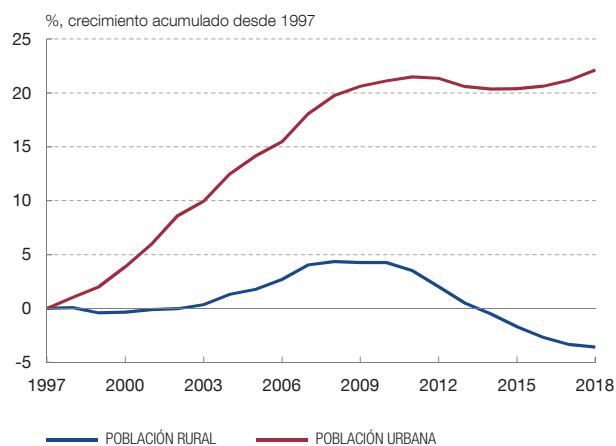
## EL PROCESO DE URBANIZACIÓN CONTINUÓ A PARTIR DE LA DÉCADA DE LOS NOVENTA, SI BIEN A UN RITMO MÁS LENTO

El ligero aumento de la tasa de urbanización a partir de 1997 se debió a las diferentes dinámicas poblacionales en áreas rurales y urbanas. La población rural en su conjunto se redujo ligeramente entre 1997 y 2018, principalmente como consecuencia de un crecimiento vegetativo negativo año tras año. Por su parte, la población urbana aumentó significativamente, con contribuciones positivas tanto del crecimiento vegetativo como de las migraciones netas.

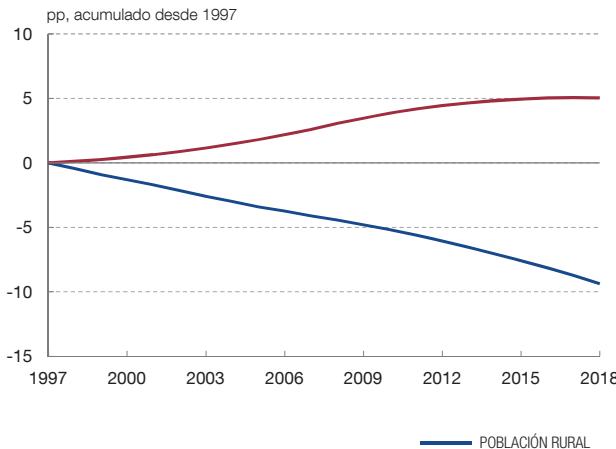
1 POBLACIÓN TOTAL



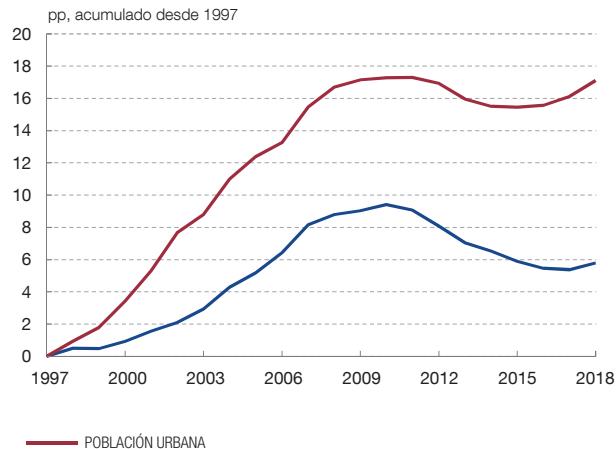
2 POBLACIÓN RURAL Y URBANA



3 CONTRIBUCIÓN DEL CRECIMIENTO VEGETATIVO



4 CONTRIBUCIÓN DE LAS MIGRACIONES NETAS



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.



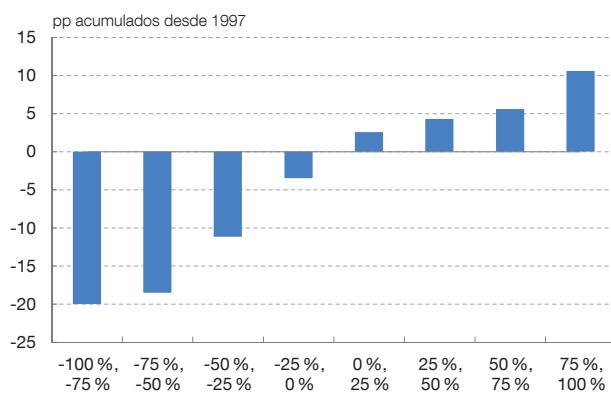
**menor.** Una vez completado el proceso de transformación estructural de la economía y coincidiendo con el desarrollo del estado de bienestar en España, la tasa de urbanización se incrementó de forma muy leve a partir de 1991. En concreto, la tasa de urbanización avanzó apenas 2 pp, hasta situarse ligeramente por encima del 80 % en la actualidad. Este aumento de la tasa de urbanización tuvo su origen en el crecimiento de la población en las áreas urbanas, frente a la pérdida de población experimentada por las zonas rurales debido, sobre todo, al envejecimiento de la población, como se analiza a continuación (véase gráfico 4.6.2).

Gráfico 4.7

**LAS DINÁMICAS POBLACIONALES DURANTE EL ÉXODO RURAL DETERMINAN EN BUENA MEDIDA LA EVOLUCIÓN RECIENTE**

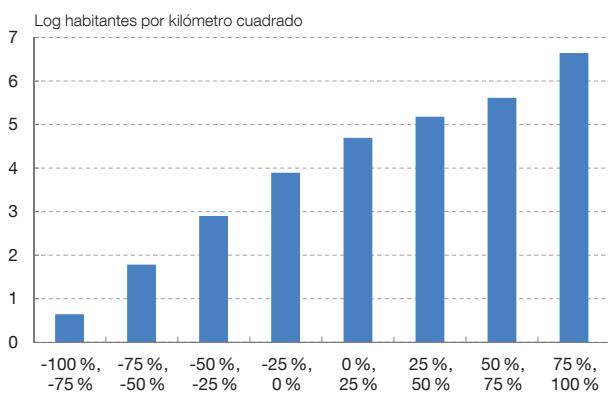
Los municipios con mayores pérdidas de población durante el éxodo rural (1950-1991) son los que presentan un crecimiento vegetativo más negativo entre 1997 y 2018, además de una menor densidad de población en la actualidad.

1 CRECIMIENTO VEGETATIVO (1997-2018)



Crecimiento de la población entre 1950 y 1991, por intervalos

2 DENSIDAD DE POBLACIÓN EN 2018



Crecimiento de la población entre 1950 y 1991, por intervalos

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.



**A diferencia de lo sucedido en la fase de éxodo rural, el factor más relevante de esta segunda etapa no han sido las migraciones, sino el crecimiento vegetativo diferencial entre áreas rurales y urbanas.** Es decir, una población envejecida en las áreas rurales como consecuencia de las migraciones a la ciudad dio lugar a un mayor número de muertes que de nacimientos a partir de la década de los noventa, lo que drenó el dinamismo poblacional de forma continuada en los municipios rurales. De este modo, el crecimiento vegetativo supuso la pérdida de 10 pp de población entre 1997 y 2018 en los municipios rurales, frente a la contribución positiva de 5 pp en los núcleos urbanos (véase gráfico 4.6.3). Asimismo, se observa una asociación positiva entre el crecimiento de la población a nivel municipal durante el período del éxodo rural y el crecimiento vegetativo en el período más reciente. Más concretamente, los municipios rurales que presentaron un crecimiento vegetativo negativo en el conjunto de las dos últimas décadas fueron precisamente los que sufrieron pérdidas de población a lo largo del período 1950-1991 (véase gráfico 4.7).

**Cabe mencionar que, en este período más reciente, las migraciones netas también han contribuido al ligero aumento de la tasa de urbanización, aunque en menor medida.** Los municipios rurales en su conjunto experimentaron migraciones netas positivas durante la expansión económica hasta 2010, en parte debido a la migración internacional. Sin embargo, las migraciones —tanto las internas como las externas— se tornaron negativas a partir de entonces, contribuyendo, por tanto, al proceso de despoblación rural durante los años posteriores a la crisis financiera global iniciada en 2008. De este modo, las migraciones netas contribuyeron en 6 pp

al crecimiento de la población rural entre 1997 y 2018, frente a la contribución de 17 pp en los municipios urbanos (véase gráfico 4.6.4).

**Finalmente, en relación con las dinámicas poblacionales del período más reciente, cabe incidir en una cierta heterogeneidad dentro del grupo de municipios rurales.** En concreto, las pérdidas de población de las zonas rurales se concentran en los municipios de menor tamaño y alejados de las zonas urbanas [Gutiérrez *et al.* (2020a) ofrecen un análisis más detallado de estos desarrollos]. En el siguiente epígrafe se presenta una caracterización de los diferentes municipios en función de la severidad del reto demográfico al que se enfrentan.

### **2.3 Los municipios en riesgo de despoblación y el acceso a servicios en zonas rurales**

**Existe un conjunto de municipios rurales cuya supervivencia a largo plazo podría verse amenazada en caso de que sus dinámicas poblacionales recientes no se reviertan.** Dentro del proceso de urbanización progresiva descrito en la sección anterior, el fenómeno de la despoblación rural ha sido especialmente acusado en algunos municipios que, a diferencia de otras poblaciones rurales, no se beneficiaron de los flujos migratorios positivos de la primera década del siglo XXI. Es decir, se observa la existencia de un número elevado de municipios rurales que no solo presentan un crecimiento vegetativo negativo año tras año, sino que además han ido perdiendo población de forma continuada a lo largo de las dos últimas décadas, incluso durante la fase expansiva, en la que la población rural en su conjunto aumentó. Estos serían los denominados «municipios en riesgo de despoblación», cuya viabilidad estaría amenazada en la medida en que su proceso secular de pérdida de población podría considerarse irreversible y eventualmente desencadenar su propia desaparición [véase Recaño (2017)]. La desaparición de estos municipios podría representar asimismo una amenaza sobre el medio ambiente, en términos, por ejemplo, de aumento en la incidencia de incendios y una disminución de la biodiversidad, si no se articulasen medidas mitigadoras.

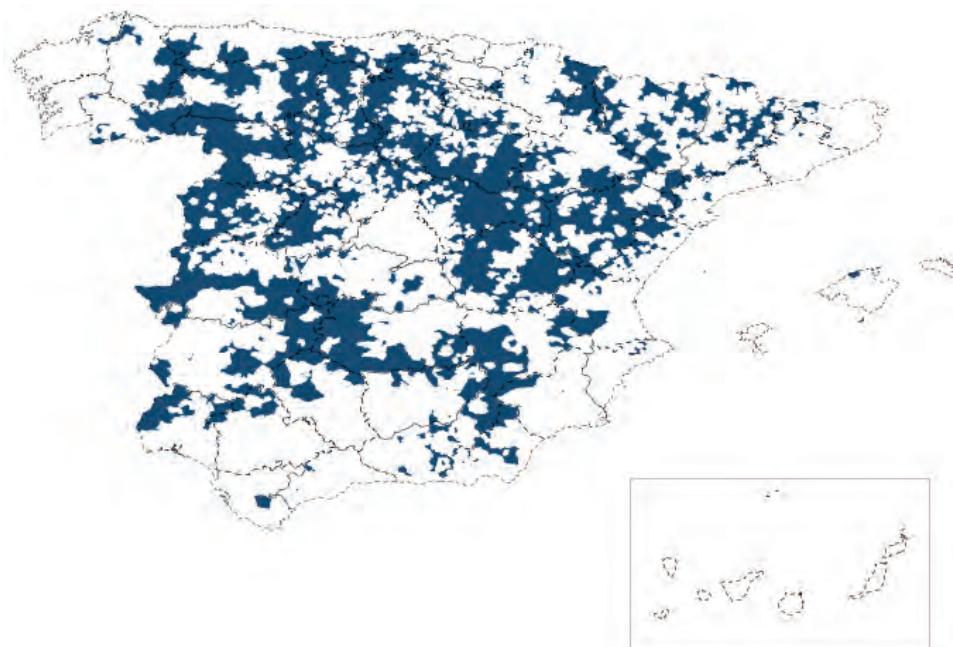
**La incidencia de municipios en riesgo de despoblación en España se sitúa muy por encima de la del conjunto de la eurozona.** Atendiendo a los criterios de pérdida de población y densidad reducida, se identifican 3.403 municipios en riesgo de despoblación<sup>9</sup>, que representan el 42 % de los municipios de España, en los que

<sup>9</sup> Definidos aquí como aquellos municipios con un crecimiento de la población negativo entre 2001 y 2018, saldo vegetativo negativo desde 2001 y densidad inferior a 12,5 habitantes por kilómetro cuadrado. Esta definición se basa en la de la Resolución P8\_TA (2019)0303 del Parlamento Europeo, sobre el Fondo Europeo de Desarrollo Regional y el Fondo de Cohesión, para identificar las zonas que se enfrentan a desventajas y desafíos naturales o demográficos. La principal diferencia estriba en que aquí se considera el período 2001-2018 en lugar del referido a 2007-2017. Se ha incluido también el período previo a la crisis financiera global, al considerarse relevante para determinar los municipios con pérdidas de población persistentes a la luz de las dinámicas poblacionales tan diferentes antes y después de 2007 detalladas en el epígrafe anterior, al menos para el caso español.

Gráfico 4.8

#### UNA PARTE SIGNIFICATIVA DE LOS MUNICIPIOS ESPAÑOLES SE ENCUENTRA EN RIESGO DE DESPOBLACIÓN (a)

Se identifican 3.403 municipios en riesgo de despoblación, que representan el 42 % de los municipios de España, en los que reside el 2,3 % de la población; aproximadamente, un millón de habitantes.



**FUENTES:** Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a Se definen como municipios en riesgo de despoblación aquellos con crecimiento de la población negativo entre 2001 y 2018, saldo vegetativo negativo desde 2001 y densidad inferior a 12,5 habitantes por kilómetro cuadrado.

reside el 2,3 % de la población, es decir, aproximadamente un millón de habitantes (véase gráfico 4.8). Si bien la escasa disponibilidad de datos dificulta la comparación internacional<sup>10</sup>, la evidencia disponible sugiere que estos porcentajes son superiores a los del resto de la eurozona, con un porcentaje de municipios en riesgo de despoblación del 10 % en su conjunto. En particular, el 42 % de los municipios que corren este riesgo en España contrasta con el de otros países de nuestro entorno (como Alemania, Francia e Italia), donde los municipios en esa situación suponen tan solo el 1 %, el 7 % y el 4 %, respectivamente<sup>11</sup>. Sin embargo, la incidencia de los municipios en riesgo de despoblación en España está en línea con la de países ubicados en latitudes más septentrionales (como Estonia, Finlandia y Letonia, con porcentajes en el entorno del 50 %) (véase gráfico 4.9). Una característica común a estos países y a España es el elevado porcentaje de territorio deshabitado [Gutiérrez *et al.* (2020b)]. Esta circunstancia podría explicar las dificultades para atraer y retener población en los municipios rurales más pequeños, al estar rodeados de grandes

10 En concreto, no se dispone de información suficiente para Chipre, Eslovenia, Grecia, Lituania y Portugal, y la información disponible para Austria, Estonia, Países Bajos, Irlanda y Luxemburgo solo llega hasta 2011.

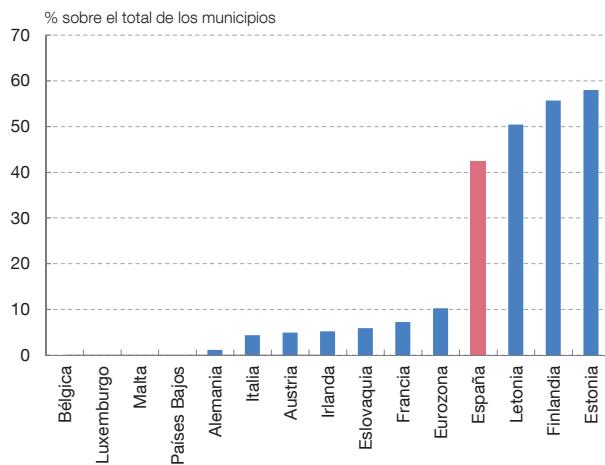
11 En términos de población, el porcentaje residente en municipios en riesgo de despoblación se sitúa en el 2,3 % en España, frente al 0,05 %, 0,6 % y 0,3 % de Alemania, Francia e Italia, respectivamente.

Gráfico 4.9

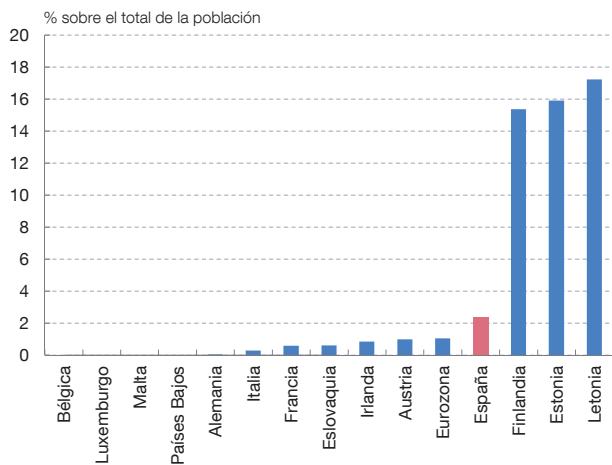
## LA INCIDENCIA DE MUNICIPIOS EN RIESGO DE DESPOBLACIÓN EN ESPAÑA ES MUY ELEVADA EN EL CONTEXTO EUROPEO

En España, la incidencia de municipios en riesgo de despoblación y de población residente en dichos municipios se sitúa por encima de la del conjunto de la eurozona. En concreto, es muy superior a la de otros países de nuestro entorno (como Francia, Italia y Alemania), y ligeramente inferior a la de países más septentrionales (como Letonia, Estonia y Finlandia).

1 MUNICIPIOS EN RIESGO DE DESPOBLACIÓN (a)



2 POBLACIÓN EN MUNICIPIOS EN RIESGO DE DESPOBLACIÓN (a)



FUENTES: Banco de España y Eurostat.

a Se definen como municipios en riesgo de despoblación aquellos con crecimiento de la población negativo entre 2001 y 2018, saldo vegetativo negativo desde 2001 y densidad inferior a 12,5 habitantes por kilómetro cuadrado.



extensiones de territorio vacío que redundan en un mayor aislamiento<sup>12</sup>. La realidad de las áreas rurales en riesgo de despoblación en España presenta idiosincrasias propias respecto al resto de las zonas rurales y a los núcleos urbanos.

**Los municipios rurales y los urbanos presentan una serie de diferencias significativas en aspectos como la orografía, la demografía y/o la situación socioeconómica** (véase cuadro 4.1)<sup>13</sup>. En términos demográficos, los municipios rurales son más pequeños que los urbanos (1.258 habitantes, frente a 47.974), están más envejecidos (con una tasa de dependencia —definida como la ratio entre la población de más de 64 años y la población de entre 16 y 64 años— de 0,53, frente a 0,23) y cuentan con una menor proporción de población femenina (un 44 %, frente a un 49 %) y extranjera (un 7,7 %, frente a un 13,5 %). Asimismo, se consideran municipios más remotos porque presentan unas condiciones geográficas más

12 Nótese que un número elevado de municipios o de unidades administrativas a nivel local en los países con mayor incidencia de municipios en riesgo de despoblación no parece ser una característica común que pueda explicar este fenómeno, a diferencia del alto porcentaje de territorio deshabitado. En concreto, el número de municipios en riesgo de despoblación por cada 100.000 habitantes en España es de 18, frente a los 14, 56 y 14 de Alemania, Francia e Italia, o a los 6, 17 y 6 de Finlandia, Estonia y Letonia, respectivamente. Esta cifra se sitúa en 21 municipios por cada 100.000 habitantes para el conjunto de la Unión Europea.

13 Véase Alloza *et al.* (2021) para una descripción más detallada de la construcción de los diferentes indicadores empleados en este epígrafe y sus diferencias entre municipios rurales y urbanos. En su mayor parte, los indicadores considerados se refieren a 2011, año en el que se elaboró el último censo disponible. El cuadro 2 ofrece también las definiciones de las variables consideradas en el análisis.

Cuadro 4.1

**LOS MUNICIPIOS RURALES PRESENTAN UNA SERIE DE CARACTERÍSTICAS DIFERENCIALES, ASÍ COMO UN DÉFICIT SIGNIFICATIVO RESPECTO A LOS MUNICIPIOS URBANOS EN EL ACCESO A SERVICIOS (a)**

Los municipios rurales en España presentan una serie de diferencias significativas respecto a los municipios urbanos en dimensiones como la orografía, la demografía y/o la situación socioeconómica. Asimismo, los municipios rurales presentan un déficit significativo en el acceso a servicios, tanto presenciales como digitales. Además, este déficit es considerablemente más acusado, dentro del conjunto de los municipios rurales, en los municipios en riesgo de despoblación.

	Todos	Urbanos	Rurales	Rurales (sin riesgo de despoblación)	Rurales (con riesgo de despoblación)
Población en 2018	5.794	47.975	1.258	2.072	320
Tasa de dependencia	0,51	0,23	0,53	0,37	0,72
Porcentaje de población femenina	44,46	48,75	44,00	46,22	41,44
Porcentaje de población extranjera	8,33	13,48	7,74	9,22	5,81
Distancia a capital de provincia (km)	44	33	45	41	51
Distancia a la costa (km)	127	65	133	107	163
Altitud sobre el nivel del mar (m)	677	324	715	573	878
Temperatura (°C)	12,95	15,47	12,68	13,60	11,63
Peso del empleo en la agricultura (%)	7,15	3,01	7,66	6,12	9,84
Log renta per cápita	9,20	9,19	9,20	9,20	9,20
Precio de la vivienda (€/m <sup>2</sup> )	1.132	1.572	1.058	1.160	823
Tipo IBI	0,58	0,68	0,57	0,60	0,54
IVTM	86,85	117,81	83,52	90,04	76,52
Log deuda per cápita	3,39	5,87	3,12	3,98	2,20
Voto descontento (%)	18,25	23,50	17,69	18,69	16,53
Voto regionalista (%)	11,33	11,94	11,27	17,49	4,09
Distancia a servicios básicos (km)	20,60	2,15	22,59	13,76	32,03
Distancia a otros servicios (km)	24,73	8,40	26,49	19,21	34,88
Cobertura de banda ancha (100MB)	26,30	82,75	20,22	33,46	4,96
Sin sucursal bancaria (%)	53,34	0,00	59,07	42,06	78,70
Número de municipios	8.116	788	7.328	3.925	3.403

**FUENTES:** Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a) Si bien las variables consideradas en el cuadro son autoexplicativas, pueden consultarse Alloza *et al.* (2021) y Gutiérrez *et al.* (2020b) para más detalles sobre la construcción de estas variables a nivel municipal.

adversas en términos de mayor altitud con respecto al nivel del mar (714 m, frente a 324 m), más distancia a la capital de provincia (45 km, frente a 32 km) y mayor distancia a la costa (133 km, frente a 65 km). En cuanto a los aspectos socioeconómicos, cabe destacar el mayor peso de la agricultura en el empleo, así como la menor presión fiscal y la menor incidencia de lo que la literatura sobre ciencia política ha denominado «voto del descontento<sup>14</sup>», que, a diferencia de otros países, en España parece ser un fenómeno eminentemente urbano [Rodríguez-Pose (2018)].

<sup>14</sup> Se define como el porcentaje de votos a formaciones políticas de reciente creación que se sitúan en los extremos del espectro político. En el caso concreto de España, se refiere al porcentaje de votos obtenidos en las elecciones generales de 2019 por VOX y Unidas Podemos, partidos políticos fundados con posterioridad a la crisis financiera iniciada en 2008 y con representación parlamentaria.

**En cuanto a la provisión de servicios, los municipios rurales presentan un acceso a servicios peor que los urbanos.** Existen medidas alternativas que pueden explotarse de forma conjunta para explorar las diferencias entre las zonas rurales y las urbanas en la accesibilidad a servicios de diversa índole. En concreto, *Kompil et al.* (2019) construyen un indicador genérico de acceso a servicios medido en términos de distancia en kilómetros a los servicios locales más cercanos a cada municipio, entendiendo por servicios locales instalaciones como una escuela de educación primaria, un ambulatorio o un polideportivo<sup>15</sup>. Como se puede observar en el cuadro 4.1, un ciudadano de un municipio rural ha de recorrer de media unos 22,59 km para acceder a los diferentes servicios locales, frente a los 2,15 km que debe recorrer el ciudadano medio de un núcleo urbano<sup>16</sup>. Alloza *et al.* (2021) encuentran que parte de estas diferencias en la accesibilidad a servicios físicos se pueden explicar por factores como las peculiaridades geográficas o la menor presión fiscal de los municipios rurales en aquellas figuras impositivas legisladas a nivel local<sup>17</sup>. Asimismo, como se analiza en el epígrafe final de este capítulo, la existencia de una escala mínima en la provisión de estos servicios hace que su coste por habitante sea más elevado en los municipios rurales de menor tamaño.

**Respecto al acceso a servicios financieros, también se observa un déficit significativo en los municipios rurales.** De acuerdo con la información del Banco de España, el 59 % de los municipios rurales no disponían de sucursal bancaria en 2020. Además, la disponibilidad de series temporales permite constatar un incremento sustancial en dicho porcentaje, que se situaba en el 48 % en 2008 [véase *Jiménez y Tejero* (2018) para un análisis pormenorizado del proceso de consolidación de la red de sucursales bancarias en España]. Si bien el cierre de oficinas en entornos rurales puede justificarse por la búsqueda de rentabilidad y la caída de la demanda<sup>18</sup>, dicha reducción afecta a la población, sobre todo en relación con el acceso al efectivo, que no puede cubrirse, como otros servicios bancarios, a través de la banca electrónica. De este modo, las entidades han adoptado una serie de medidas compensatorias como las oficinas móviles (*ofibuses*) o los agentes financieros, que atienden a los clientes periódicamente en aquellos municipios que no disponen de oficina bancaria. Otras alternativas posibles son la retirada de efectivo con motivo de una compra y, más recientemente,

---

15 Nótese que aquí no se aborda la dimensión normativa sobre qué tipo de servicios han de estar sujetos a obligaciones específicas de servicio público. Véase Alloza *et al.* (2021) para un análisis de esta cuestión.

16 Estas diferencias se observan también si se considera una medida complementaria de acceso a servicios basada en la distancia en kilómetros a la gasolinera, colegio, cajero u hospital más cercano, que se ha obtenido según la geolocalización de estos establecimientos disponible en diversas fuentes *online*. Los autores agradecen a Kiko Llaneras la información compartida. Para más detalles, véase «[Un mapa del contraste entre el campo y la ciudad](#)», *El País*.

17 Estas incluyen el impuesto sobre bienes inmuebles (IBI), el impuesto sobre actividades económicas (IAE), el impuesto sobre vehículos de tracción mecánica (IVTM), el impuesto sobre construcciones, instalaciones y obras (ICIO) y el impuesto sobre el incremento de valor de los terrenos de naturaleza urbana (IVTNU).

18 *Martín-Oliver* (2019) analiza los principales determinantes de dicho proceso, considerando factores de demanda y de oferta.

acuerdos bilaterales entre diferentes entidades bancarias y Correos para acceder al efectivo en las oficinas postales.

**Los municipios rurales también presentan peor accesibilidad que los urbanos en términos de servicios digitales.** La información publicada por el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital<sup>19</sup>, referida a 2019, permite documentar un déficit significativo en el acceso a banda ancha —y, por tanto, a servicios digitales— en los municipios rurales. Centrándonos en el caso de la banda ancha a una velocidad de 100MBps (la que se considera necesaria, por ejemplo, para mantener una videoconferencia), se aprecia que los municipios rurales presentan un déficit muy acusado con respecto a los núcleos urbanos. En concreto, tan solo el 20 % de los hogares rurales disponen de una cobertura de 100MB, frente al 83 % de los hogares urbanos. Además, como documentan Alloza *et al.* (2021), factores como la geografía y la fiscalidad local explican una parte muy pequeña de este déficit en el acceso a servicios digitales, a diferencia de los servicios presenciales tratados en el párrafo anterior.

**Si nos centramos en los municipios rurales en riesgo de despoblación, todas las diferencias rural-urbanas descritas en los párrafos anteriores se acentúan de forma significativa.** Por ejemplo, la tasa de dependencia de los municipios en riesgo de despoblación se sitúa en el 0,72, frente al 0,37 del resto de los municipios rurales y al 0,23 de los municipios urbanos; es decir, en los municipios en riesgo de despoblación hay prácticamente un habitante en edad de trabajar por cada persona mayor de 65 años, mientras que en el resto de los municipios rurales y en los municipios urbanos esta proporción es de casi tres personas en edad de trabajar por cada más de cuatro habitantes mayores de 65 años. Respecto a la accesibilidad a servicios, el déficit en los núcleos rurales en riesgo de despoblación es mucho más acusado. El habitante medio de un municipio en riesgo de despoblación ha de recorrer más de 30 km hasta el colegio, ambulatorio, gasolinera o polideportivo más cercano, frente a los 14 km del habitante medio en el resto de los municipios rurales y a los 2 km del habitante urbano. En lo relativo a los servicios financieros, el 79 % de los municipios en riesgo de despoblación no disponen de sucursal bancaria, muy por encima del 42 % del resto de los municipios rurales y del 0 % de los urbanos. Por último, con respecto al acceso a servicios digitales, tan solo el 5 % de los hogares tienen acceso a banda ancha de 100MB en los municipios en riesgo de despoblación, frente al 33 % y al 83 % del resto de los municipios rurales y de los municipios urbanos, respectivamente.

**En resumen, dentro del mundo rural cabe distinguir, con carácter general, dos realidades bien diferenciadas.** Si bien los municipios rurales en su conjunto presentan diferencias importantes con respecto a los urbanos en aspectos como la orografía (en el primer caso, más remotos), la demografía (más envejecidos) y la accesibilidad a

---

19 Véase [Cobertura de banda ancha, Avance Digital](#).

servicios (déficit en la provisión de servicios), dichas diferencias son significativamente más acusadas en los municipios en riesgo de despoblación.

## 2.4 El efecto tractor de las ciudades sobre el desarrollo rural

**La distinción tradicional entre áreas urbanas y rurales es cada vez más nebulosa.** Los lugares donde las personas viven, trabajan y consumen hoy en día abarcan en gran medida tanto áreas urbanas como territorios rurales, cada vez más vinculados en términos económicos, demográficos y ambientales. Por ejemplo, según el primer estudio de movilidad a partir de la telefonía móvil llevado a cabo por el INE en 2019, incluso en aquellos municipios rurales no integrados en un área urbana<sup>20</sup>, aproximadamente el 10 % de su población ocupada pasaba un mínimo de cuatro horas al día, durante al menos dos días a la semana, en un área urbana de la misma provincia. Además, cabe esperar que estas interacciones entre áreas urbanas y rurales sean aún más importantes en el futuro, en la medida en que la digitalización y la implantación del teletrabajo contribuyan a una mayor disociación entre el lugar de residencia y el de trabajo.

**Aquellas regiones con áreas urbanas más desarrolladas presentan también áreas rurales más dinámicas y, por tanto, una menor incidencia de municipios en riesgo de despoblación.** El gráfico 4.10 muestra que en las provincias españolas existe una clara asociación negativa entre el tamaño de la capital y el porcentaje de municipios en riesgo de despoblación. Es decir, aquellas provincias con capitales de menor tamaño son también las que registran una mayor incidencia de municipios en riesgo de despoblación con relación al total de los municipios de la provincia. Esta asociación sugiere la existencia de un efecto tractor positivo de las áreas urbanas sobre las zonas rurales de su entorno, en una suerte de simbiosis rural-urbana.

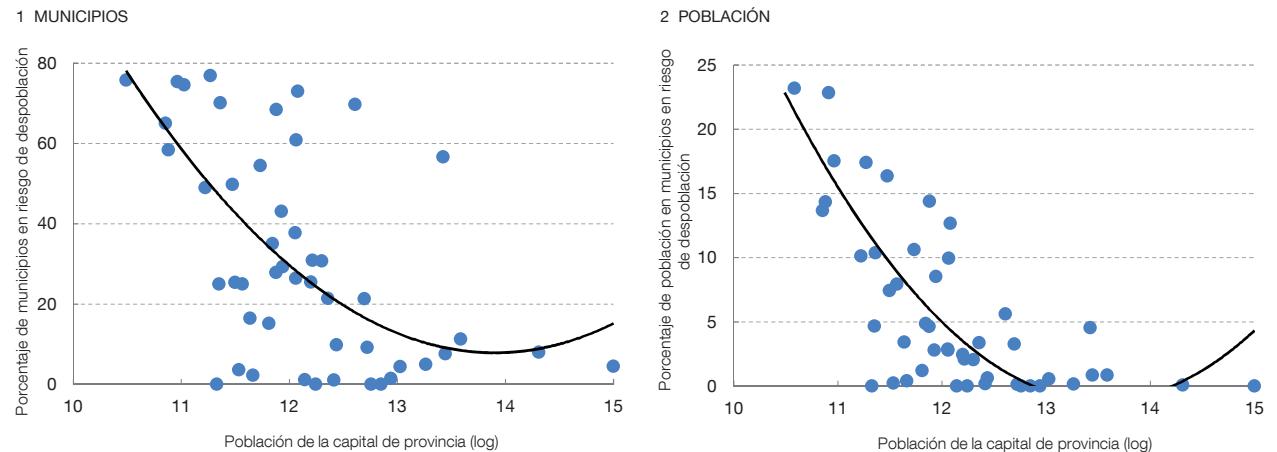
**La evidencia disponible corrobora la hipótesis de un efecto de arrastre positivo de la población urbana sobre la población rural.** En concreto, para el período 1900-2011 se regresa el crecimiento de la población intercensal de cada municipio rural sobre el tamaño de población urbana en radios de 0-50 km y 50-100 km de distancia del municipio. Las columnas (1) a (4) del cuadro 4.2 muestran los coeficientes estimados cuando el tamaño de la población urbana se define como ciudades de más de 50.000, 100.000, 250.000 y 500.000 habitantes, respectivamente. Como se puede observar, aquellos municipios rurales más expuestos a población urbana en un radio de 50 km han mostrado un mayor dinamismo a lo largo de todo el siglo XX y principios del siglo XXI. Asimismo, este efecto tractor es más potente

<sup>20</sup> Se considera que un municipio pertenece a un área urbana funcional si al menos el 15 % de su población ocupada trabaja en la ciudad principal y comparte frontera con otros municipios de la misma área. En los municipios españoles con menos de 2.000 habitantes, este umbral de desplazamientos laborales es mayor: de 1.000 a 2.000 habitantes, alcanza el 25 %; de 500 a 1.000 habitantes, el 35 %; de 100 a 500 habitantes, el 45 %, y de 0 a 100 habitantes, el 50 %.

Gráfico 4.10

## LAS PROVINCIAS CUYA CAPITAL ES MÁS GRANDE PRESENTAN UNA MENOR INCIDENCIA DE MUNICIPIOS EN RIESGO DE DESPOBLACIÓN

Existe una clara correlación negativa entre el tamaño de la capital y el porcentaje de municipios en riesgo de despoblación en cada provincia. El porcentaje de población residente en dichos municipios en cada provincia también presenta una correlación negativa y significativa con el tamaño de la capital.



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.



cuanto mayor es el tamaño de la ciudad cercana al municipio rural, alcanzando el coeficiente máximo en las ciudades de más de 500.000 habitantes (columna 4), que se corresponde aproximadamente con el tamaño medio de las capitales de provincia españolas una vez se considera no solo su municipio principal, sino también el conjunto de los municipios que integran su área urbana. En este caso, se observa, además, que el efecto tractor de la población urbana es significativo incluso en un radio de 50-100 km, es decir, las áreas urbanas de mayor tamaño ejercerían un efecto de arrastre de mayor alcance<sup>21</sup>. Finalmente, se estima un efecto tractor positivo de la población urbana incluso si la muestra se restringe a los municipios rurales en riesgo de despoblación. De acuerdo con los coeficientes estimados en la columna (5) del cuadro 4.2, un aumento de diez habitantes en las capitales de provincia españolas conllevaría un incremento de 1,5 habitantes en el conjunto de los municipios en riesgo de despoblación ubicados en un radio de 50 km de dichas capitales.

**El efecto tractor de las áreas urbanas sobre los municipios rurales ha sido particularmente intenso en las décadas más recientes, a medida que se han**

21 Estas regresiones representan ligeras variantes del enfoque considerado en Beltrán Tapia *et al.* (2017). Nótese que se han considerado además diferentes ejercicios que corroboran la robustez de las estimaciones presentadas en este epígrafe. Por ejemplo, los resultados se mantienen prácticamente inalterados si se tienen en cuenta solo los municipios rurales no integrados en áreas urbanas funcionales, si se excluyen de la muestra los municipios de Madrid y Barcelona o si se consideran radios de 0-25, 25-50 y 50-100 km como en el trabajo original de Beltrán Tapia *et al.* (2017). Los autores agradecen a Francisco J. Beltrán Tapia su amabilidad al compartir los datos.

Cuadro 4.2

**LA POBLACIÓN URBANA EJERCE UN EFECTO TRACTOR SOBRE EL CRECIMIENTO DE LAS ÁREAS RURALES**

Los municipios rurales cercanos a núcleos urbanos tienden a mostrar un mayor dinamismo en términos de su crecimiento intercensal. Asimismo, esta asociación es más fuerte cuanto mayor es el tamaño del núcleo urbano, como se aprecia al comparar las columnas 1 y 4. Además, este efecto de arrastre resulta también significativo cuando se considera la muestra de municipios en riesgo de despoblación (columna 5).

Definición urbana (a)	(1) [+50.000]	(2) [+100.000]	(3) [+250.000]	(4) [+500.000]	(5) [+500.000]
Población inicial	0,018	0,014	0,013	0,017	0,017
(s.e.) (b)	(0,011)	(0,011)	(0,012)	(0,011)	(0,011)
Población urbana en 0-50 km	0,005*** (s.e.) (b)	0,005*** (0,001)	0,006*** (0,001)	0,008*** (0,002)	0,007*** (0,001)
Población urbana en 50-100 km	-0,000 (s.e.) (b)	0,000 (0,001)	0,000 (0,001)	0,004*** (0,001)	0,002*** (0,001)
Número de observaciones	83.365	83.365	83.365	83.365	40.654
R2	0,437	0,436	0,435	0,436	0,579
Muestra municipios	Todos	Todos	Todos	Todos	Riesgo
EF municipio (b)	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
EF censo (b)	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí

**FUENTES:** Banco de España y Beltrán Tapia *et al.* (2017).

a La variable dependiente en las regresiones es el crecimiento intercensal (aproximadamente, cada diez años) de cada municipio a lo largo del período 1900-2011. Las columnas 1 a 5 se refieren a diferentes definiciones de población urbana según el área urbana de referencia tenga más de 50.000, 100.000, 250.000 o 500.000 habitantes. \*\*\*p<0,01, \*\*p<0,05, \*p<0,1.  
b En el cuadro, (s.e.) se refiere al error estándar y EF a efectos fijos.

**reducido los costes de desplazamiento entre las zonas rurales y las áreas urbanas.** En Estados Unidos, a principios del siglo XX, cuando los costes de desplazamiento eran elevados, el mayor dinamismo de las ciudades detraría población de las zonas rurales colindantes, porque era más atractivo para los trabajadores residir cerca de su puesto de trabajo, en la misma ciudad. Por el contrario, en la segunda mitad del siglo XX, cuando los costes de desplazamiento descendieron con el uso extensivo del automóvil, un mayor dinamismo urbano se asociaba a un mayor dinamismo de las zonas rurales cercanas, porque los trabajadores encontraban más atractivo residir en ellas y desplazarse a su lugar de trabajo en la ciudad [Cuberes *et al.* (2019)]. Esta pauta también se produjo en el caso español. Como refleja el gráfico 4.11, los efectos de arrastre positivos estimados en el cuadro 4.2 para el conjunto de todo el período 1900-2011 se deben principalmente al impacto estimado en las décadas más recientes, cuando los costes de transporte eran más reducidos en España. Sin embargo, el impacto estimado era no significativo —o incluso negativo— en las primeras décadas del siglo XX.

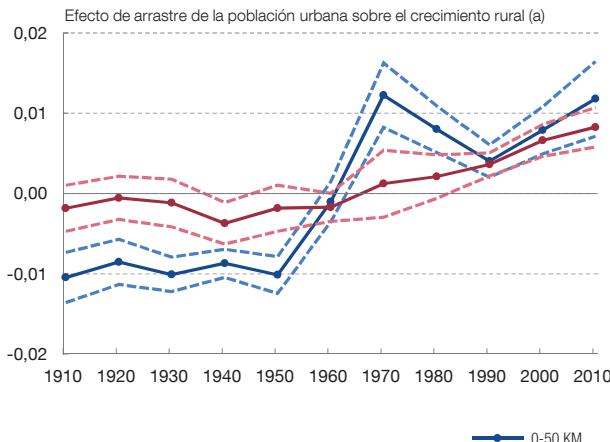
**Este resultado es especialmente interesante en un contexto en el que la pandemia de COVID-19 ha acelerado de forma súbita la implantación del teletrabajo.** En concreto, el teletrabajo podría reducir *de facto* los costes de

Gráfico 4.11

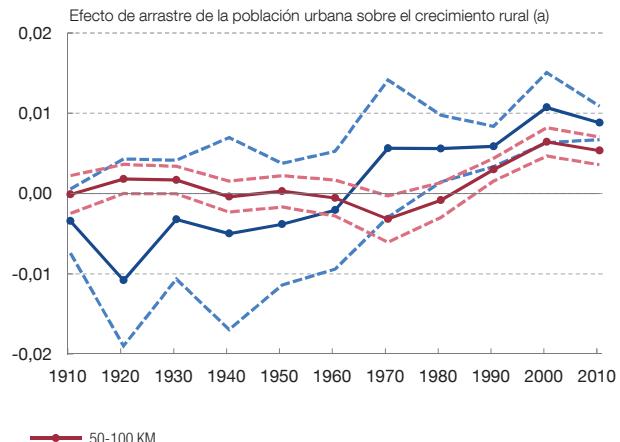
## EL EFECTO TRACTOR DE LA POBLACIÓN URBANA SOBRE LAS ZONAS RURALES HA SIDO MÁS INTENSO EN LAS DÉCADAS RECENTES

La presencia de una mayor cantidad de población urbana se asocia con un mayor crecimiento de la población en los municipios rurales situados en un radio de 0-50 km o 50-100 km del núcleo urbano, como se documenta en el cuadro 4.2. Este efecto de arrastre positivo ha sido significativamente más potente en los años más recientes, cuando los costes de desplazamiento se han reducido.

1 MUESTRA DE TODOS LOS MUNICIPIOS RURALES



2 MUESTRA DE MUNICIPIOS RURALES EN RIESGO DE DESPOBLACIÓN



FUENTES: Banco de España y Beltrán Tapia *et al.* (2017).

a Los paneles 1 y 2 se basan en regresiones análogas a las utilizadas en las columnas 4 y 5 del cuadro 4.2, respectivamente. Es decir, se regresa el crecimiento intercensal de la población en municipios rurales sobre el tamaño de la población urbana en un radio de 0-50 y 50-100 km para el período 1900-2011. Sin embargo, a diferencia de las especificaciones del cuadro 4.2, se permite que los coeficientes asociados a la población urbana en los diferentes radios sean diferentes para cada período intercensal (década).



desplazamiento entre las ciudades y las zonas rurales, en la medida en que no sea necesaria la presencia del trabajador en su puesto habitual de forma continuada<sup>22</sup>. De este modo, los municipios rurales podrían atraer a una parte de los trabajadores de las ciudades e iniciar así un proceso de crecimiento rural endógeno a medida que los nuevos habitantes demanden la provisión de determinados servicios. Estos efectos podrían beneficiar de forma directa incluso a núcleos en riesgo de despoblación en aquellos casos en los que el teletrabajo ocupe la mayor parte o la totalidad de la semana laboral, y de forma indirecta, en el medio plazo, a través del desarrollo de municipios intermedios, que ejercerían un efecto tractor sobre las zonas rurales más remotas. En este sentido, el refuerzo de medidas que faciliten la movilidad entre los núcleos de mayor tamaño con capacidad tractora y las zonas rurales colindantes sería un elemento fundamental al objeto de intensificar los efectos de arrastre de los primeros sobre las segundas<sup>23</sup>. Así, las áreas urbanas podrían verse como aliadas de las áreas rurales en una suerte de simbiosis rural-urbana, especialmente en el contexto de la implantación del teletrabajo y la digitalización del escenario pospandemia. No obstante, la incertidumbre acerca de la persistencia y

22 Según la Encuesta de Población Activa, el porcentaje en España de quienes trabajan desde casa más de la mitad de los días ha pasado del 4,8 % en 2019 al 16,2 % en 2020.

23 Esta es una de las políticas adoptadas en el caso de Japón, mediante la estrategia denominada «compactar y conectar», como se analiza en el epígrafe 4 de este capítulo.

la intensidad de estas pautas de comportamiento impulsadas por la crisis sanitaria y, por consiguiente, sobre la posibilidad de observar las tendencias poblacionales descritas aquí es muy elevada en estos momentos.

**Con todo, la pérdida de dinamismo de algunas ciudades españolas a lo largo de los últimos años podría haber acentuado el proceso de despoblación rural en algunas provincias.** En presencia de un efecto tractor de las ciudades sobre los municipios rurales, incluidos aquellos en riesgo de despoblación, la mayor incidencia del fenómeno de la despoblación rural en determinadas provincias podría deberse, al menos en parte, al menor dinamismo de las ciudades en dichas provincias. Se hace, por tanto, imprescindible un análisis detallado de la evolución reciente de la población en las urbes españolas para entender los factores que explican dichos desarrollos. Este es el objeto del siguiente epígrafe.

## 3 Las dinámicas poblacionales de las ciudades españolas y sus causas

### 3.1 Los flujos migratorios hacia las grandes ciudades

**Dado el escaso dinamismo demográfico de algunas ciudades y su posible papel en la despoblación rural documentado en el epígrafe anterior, en esta sección se presenta una radiografía del conjunto de las áreas urbanas y sus dinámicas poblacionales recientes en España.** Con tal fin, la definición homogénea de áreas urbanas a nivel europeo ofrecida por Eurostat y la mayor disponibilidad de información a escala individual permiten explorar nuevas dimensiones relacionadas con la actividad económica, como las migraciones y la distribución de los trabajadores en las diferentes ciudades. Nótese que en este epígrafe se utilizan los términos «ciudad» y «área urbana», aunque, en rigor, las cifras se refieren en todo momento a áreas urbanas<sup>24</sup>.

**Una primera característica que cabe destacar de las ciudades españolas es su reducido tamaño en comparación con las ciudades europeas.** En promedio, las áreas urbanas españolas albergaban a 439.322 habitantes en 2018, un 20% por debajo del tamaño medio del resto de las áreas urbanas de la eurozona. Sin embargo, más allá de esta disparidad en el tamaño medio, en España no se observa una concentración de la población más acusada en las ciudades más grandes que en el resto de la eurozona (véase gráfico 4.12)<sup>25</sup>. Por ejemplo, el área urbana de mayor tamaño en España aglutina al 21 % de la población total, frente al 23 % en el resto de los países

---

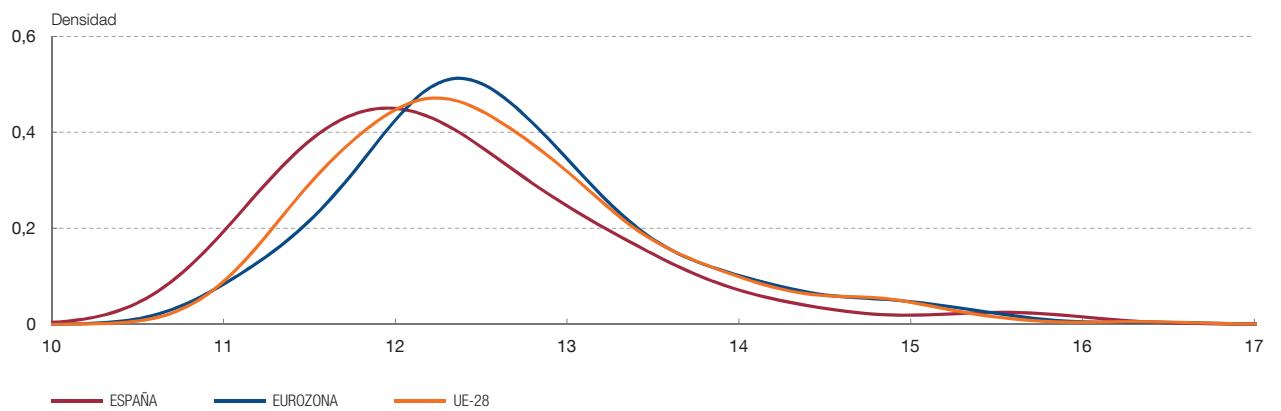
24 De acuerdo con Eurostat, un área urbana está formada por una ciudad y por el conjunto de municipios cuyos residentes viajan diariamente a dicha ciudad para ejercer su actividad laboral, y que, por tanto, forman un mercado laboral integrado. En concreto, un municipio pertenece a un área urbana si al menos el 15 % de su población ocupada trabaja en la ciudad principal y comparte frontera con otros municipios de la misma área. De este modo, se identifican 718 áreas urbanas (o ciudades, a los efectos de este epígrafe) en el conjunto de la Unión Europea y 74 en España. Para más detalles, véase [Methodological manual on territorial typologies, EU Publications](#).

25 Nótese que las diferencias entre las distribuciones de probabilidad del gráfico 4.12 no son estadísticamente significativas de acuerdo con el contraste de Kolmogórov-Smirnov.

Gráfico 4.12

**LAS CIUDADES ESPAÑOLAS SON, EN PROMEDIO, MÁS PEQUEÑAS QUE LAS EUROPEAS**

De acuerdo con la definición homogénea de área urbana a nivel europeo de Eurostat, las ciudades españolas son más pequeñas que sus homólogas europeas. Sin embargo, la distribución de la población entre las diferentes ciudades no es estadísticamente diferente. Por ejemplo, el porcentaje de población residente en la ciudad de mayor tamaño es prácticamente igual en España (21 %) que en el conjunto de la eurozona (23 %).



FUENTE: Eurostat.



de la eurozona (si se consideran las dos áreas urbanas de mayor tamaño, estos porcentajes serían del 36 % en España y del 34 % en la eurozona).

**Respecto a las dinámicas poblacionales, las ciudades españolas aumentaron su población durante la primera década del siglo XXI, debido, sobre todo, al saldo positivo de los flujos migratorios internacionales.** De acuerdo con la Estadística de Variaciones Residenciales, el saldo migratorio positivo de las migraciones netas en todas las ciudades españolas fue consecuencia, principalmente, de las migraciones internacionales, en un contexto general en el que el conjunto del país recibió unos flujos migratorios muy numerosos durante la primera década del siglo XXI. Este dinamismo contrasta con las migraciones netas interiores hacia áreas urbanas de mayor tamaño, que arrojaron un saldo negativo y significativo en prácticamente todas las ciudades españolas. Por su parte, las migraciones netas hacia zonas rurales o hacia ciudades de menor tamaño fueron de una magnitud mucho más reducida (véase gráfico 4.13).

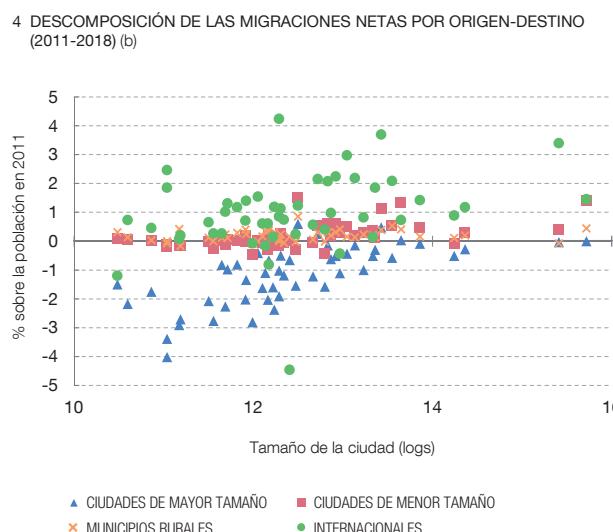
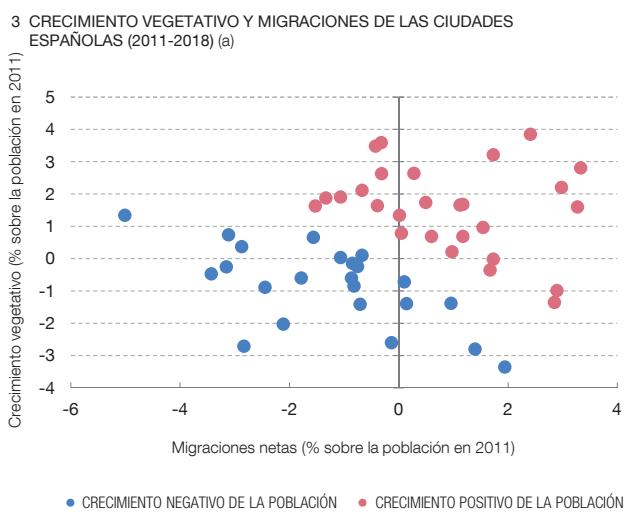
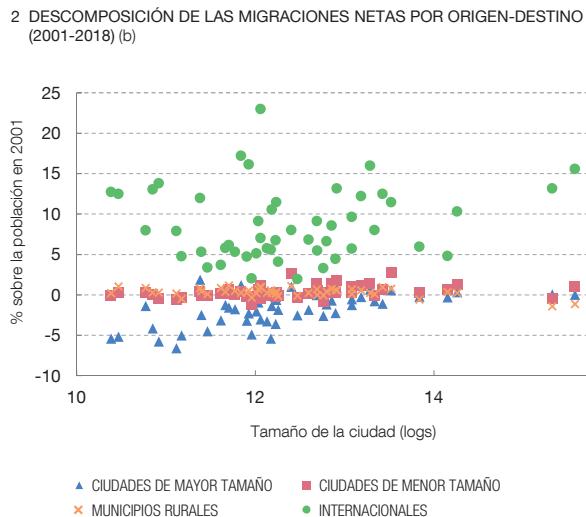
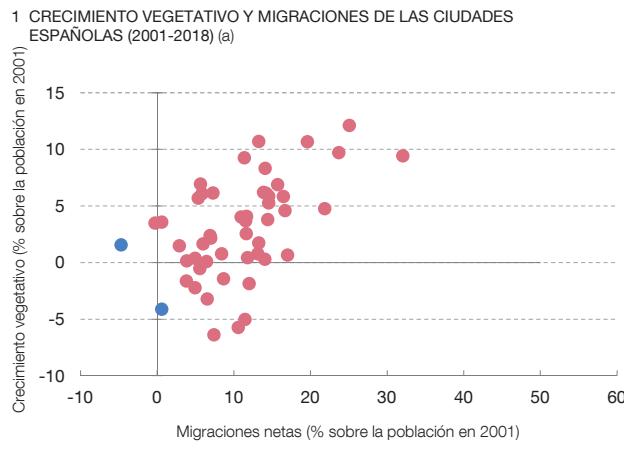
**A partir de 2011, las ciudades españolas de menor tamaño perdieron población.**

A lo largo de la última década se observa una persistencia en el patrón de pérdida de población de las ciudades más pequeñas, debido a las migraciones interiores hacia las ciudades más grandes. Sin embargo, el hecho diferencial que emerge con respecto a la primera década del siglo XXI es que el saldo neto de migraciones internacionales se redujo de forma drástica tras la crisis financiera iniciada en 2008. De este modo, estas migraciones dejaron de compensar la pérdida de población en las ciudades pequeñas, como resultado de las emigraciones hacia ciudades de

Gráfico 4.13

## LAS MIGRACIONES INTERIORES HACIA CIUDADES DE MAYOR TAMAÑO HAN CONTRIBUIDO A LA PÉRDIDA DE POBLACIÓN DE LAS CIUDADES MÁS PEQUEÑAS A LO LARGO DEL PERÍODO 2001-2018

A lo largo de las dos últimas décadas, las migraciones interiores hacia ciudades de mayor tamaño han redundado en un menor dinamismo de las ciudades más pequeñas en España. Esta pérdida de dinamismo fue compensada por las migraciones internacionales durante la primera década del siglo XXI, pero no en los años más recientes.



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Como se explica en el texto principal, el concepto de ciudad en el gráfico se refiere al área urbana formada por una ciudad y por el conjunto de municipios cuyos residentes viajan diariamente a dicha ciudad para ejercer su actividad laboral, y que, por tanto, forman un mercado laboral integrado. Para más detalles, véase <https://op.europa.eu/s/oLPh>.

b Para cada ciudad se muestran cuatro puntos, referidos al saldo neto de sus migraciones a lo largo del período con ciudades de mayor tamaño en España, ciudades de menor tamaño en España, municipios rurales en España y destinos internacionales.



mayor tamaño, lo que redunda en una pérdida de población en prácticamente la mitad de las áreas urbanas españolas entre 2011 y 2018 (véase gráfico 4.13).

**Finalmente, cabe destacar que estos flujos migratorios entre las ciudades españolas se deben, en su mayor parte, a los movimientos de la población**

**más joven.** En concreto, el 90 % del total de las pérdidas de población por migraciones interiores de las ciudades españolas viene explicado por los flujos de población de entre 18 y 39 años que se trasladan a ciudades de mayor tamaño. En resumen, el patrón de migraciones interiores de la población más joven hacia áreas urbanas de mayor tamaño ha sido una constante a lo largo de las dos últimas décadas. Cabe, por tanto, preguntarse por qué los jóvenes se mudan a ciudades más grandes, cuestión que se aborda en el siguiente epígrafe.

### 3.2 Ventajas y desventajas de las grandes ciudades

**La decisión de un individuo de trasladarse de una ciudad pequeña a otra más grande se basa en la comparación entre los costes y los beneficios asociados a dicho traslado.** Con el objetivo de entender el patrón de los flujos migratorios hacia ciudades de mayor tamaño documentado en el epígrafe anterior, es necesario analizar los beneficios y los costes inherentes al tamaño de las ciudades. A grandes rasgos, un tamaño más grande se asocia a ventajas en forma de mayores niveles de productividad y una provisión más eficiente de servicios tanto públicos como privados, pero también a desventajas relacionadas con los diversos costes de la congestión. A continuación, se describen algunas manifestaciones de estas tres fuerzas.

**Desde la perspectiva de la producción, los efectos de desbordamiento (*spillovers*) que se producen entre trabajadores y empresas cuando se congregan un número amplio de estos agentes en una determinada área espacial se traducen en niveles más altos de productividad de las empresas, que, a su vez, dan lugar a salarios más elevados de los trabajadores.** Es decir, las economías de aglomeración hacen que empresas y trabajadores sean más productivos en entornos urbanos de mayor tamaño. Tres explicaciones razonan este efecto: i) un mercado de mayor tamaño facilita el acceso a una variedad más amplia de proveedores y trabajadores, así como a un uso compartido más eficiente de las infraestructuras de transporte; ii) un mayor tamaño del mercado local permite también un emparejamiento de más calidad entre empleadores y empleados, o entre proveedores y clientes, y iii) un mayor mercado también cataliza de manera más efectiva las interacciones entre empresas y trabajadores, lo que redunda en la transmisión y la acumulación de conocimientos que promueven el desarrollo y la adopción de nuevas tecnologías y prácticas comerciales.

**Pese a que, en la práctica, la cuantificación de estos efectos es complicada, en la literatura existe consenso sobre la hipótesis de que su magnitud es significativa<sup>26</sup>.** En el caso de España, el gráfico 4.14 muestra la relación positiva entre el tamaño de las ciudades y la productividad media de sus empresas<sup>27</sup>. En

---

<sup>26</sup> Para un resumen de esta literatura, véase Duranton y Puga (2020).

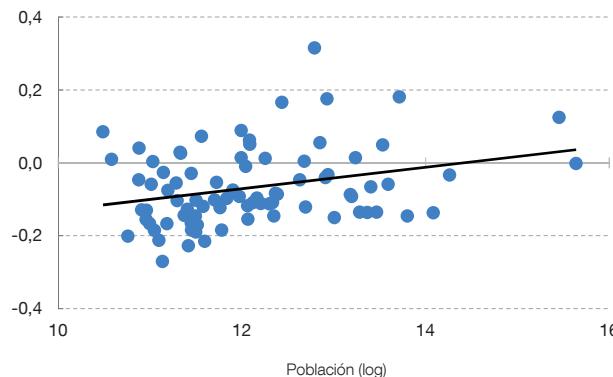
<sup>27</sup> Nótese que esta productividad media se refiere al logaritmo de la productividad total de los factores. Además, la elasticidad prima asociada al tamaño de las ciudades se calcula controlando por las diferencias en características observables de las empresas localizadas en las distintas ciudades. En concreto, utilizando

Gráfico 4.14

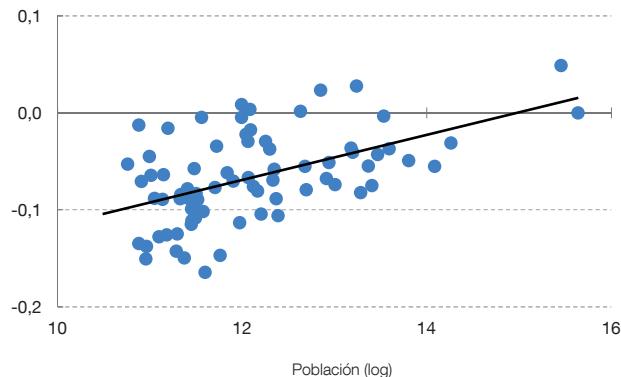
**EXISTEN UNA SERIE DE BENEFICIOS ASOCIADOS AL MAYOR TAMAÑO DE LAS CIUDADES EN TÉRMINOS DE PRODUCTIVIDAD, SALARIOS Y ACCESO A SERVICIOS**

La productividad y los salarios son mayores en las ciudades más grandes, incluso para empresas y trabajadores con las mismas características observables y en los mismos sectores de actividad. Además, la oferta de servicios es más eficiente y generosa en las ciudades de mayor tamaño.

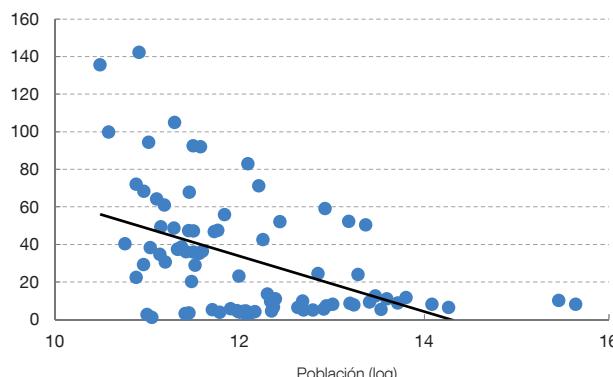
1 PRODUCTIVIDAD (a)



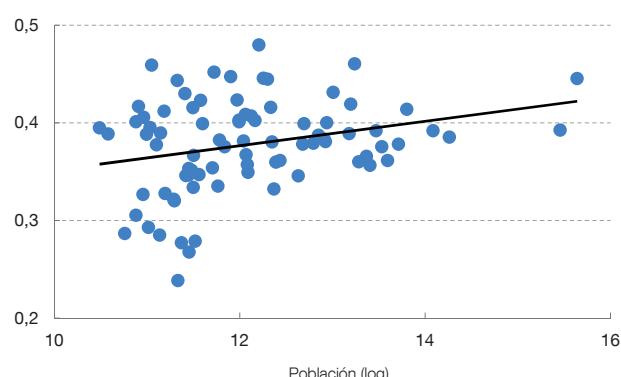
2 SALARIO (b)



3 DISTANCIA A SERVICIOS REGIONALES (KM)



4 PESO DEL EMPLEO EN LOS SERVICIOS



FUENTE: Banco de España.

- a La productividad de cada ciudad tiene en cuenta las diferencias en características observables de las empresas localizadas en las distintas ciudades. En concreto, utilizando la información de la Central de Balances del Banco de España, se estima una regresión de la productividad a nivel de empresas sobre una serie de características de estas (tamaño, sector de actividad, años de existencia y nivel de endeudamiento) y un conjunto de efectos fijos para cada ciudad. Estos efectos fijos capturan la productividad media de las empresas en cada ciudad una vez descontados los efectos de composición que pueden contaminar la comparación de productividades medias entre ciudades.
- b El salario de cada ciudad tiene en cuenta las diferencias en características observables de los trabajadores ubicados en las distintas ciudades. En concreto, utilizando información de la Muestra Continua de Vidas Laborales, se regresa el logaritmo del salario de cada trabajador sobre características observables (educación, experiencia y sector de actividad) y un conjunto de efectos fijos de ciudad. Dichos efectos fijos reflejan el salario medio de los trabajadores de una ciudad una vez descontados los efectos de composición.



**Línea con las elasticidades de la literatura, un aumento de un 1 % en la población de una ciudad está asociado con un crecimiento medio del 0,029 % en la productividad**

La información de la Central de Balances del Banco de España, se estima una regresión de la productividad a nivel de empresas sobre una serie de características de estas (tamaño, sector de actividad, años de existencia y nivel de endeudamiento) y un conjunto de efectos fijos para cada ciudad. Estos efectos fijos capturan la productividad media de las empresas en cada ciudad, una vez descontados los efectos de composición que pueden contaminar la comparación de productividades medias entre ciudades.

de sus empresas. Por su parte, el efecto de las economías de aglomeración se refleja también en los salarios de los trabajadores, como muestra el gráfico 4.14. Las ciudades de mayor tamaño presentan salarios medios más elevados, incluso después de controlar por características observables de los trabajadores como educación, experiencia y sector de actividad<sup>28</sup>. En concreto, un aumento de un 1 % en el tamaño de una ciudad estaría asociado a un incremento del 0,046 % en el salario medio de sus trabajadores. Esta evidencia para el caso español está en línea con la disponible para otros países [Combes *et al.* (2010)].

**Por otro lado, la provisión de servicios es más eficiente en las ciudades de mayor tamaño, lo que redunda en una mejor accesibilidad y en la disponibilidad de una variedad más amplia de productos desde el punto de vista de los consumidores.** Por ejemplo, la variedad de productos de alimentación y de restaurantes disponibles es mucho más extensa en las ciudades más grandes [Handbury y Weinstein (2015)]. En términos de acceso a servicios públicos presenciales, la mayor densidad de población en las grandes ciudades hace que la distancia media hasta el punto de servicio más cercano (por ejemplo, un hospital) sea menor para un número dado de ciudadanos por servicio. En efecto, el gráfico 4.14 recoge la asociación negativa entre el tamaño de la ciudad y la distancia al hospital o a la universidad más cercanos. Además, se observa también que las ciudades más grandes presentan un mayor peso del sector servicios<sup>29</sup>.

**Respecto a los costes asociados al mayor tamaño de las ciudades, estos pueden aglutinarse en torno a la congestión propia de los grandes núcleos urbanos.** El precio de la vivienda puede considerarse un indicador de la congestión, en la medida en que una mayor presión de la demanda en relación con la oferta disponible se traduce en precios más altos. En efecto, la asociación positiva entre el tamaño de las ciudades y los precios de la vivienda representa una regularidad empírica ampliamente documentada. En concreto, la elasticidad entre el tamaño de la ciudad y los precios de la vivienda estimada para España se sitúa por encima de las elasticidades estimadas para productividad y salarios (véase gráfico 4.15). Un precio más elevado de la vivienda suele ir acompañado de mayores costes de desplazamiento, en la medida en que los residentes se alejan más del centro y las infraestructuras de transporte se congestionan, como refleja la asociación positiva entre el tiempo de desplazamiento al lugar de trabajo y el tamaño de la ciudad en España (véase gráfico 4.15). De este modo, la mayor congestión en las ciudades más grandes suele estar asociada también a una presión fiscal más alta

---

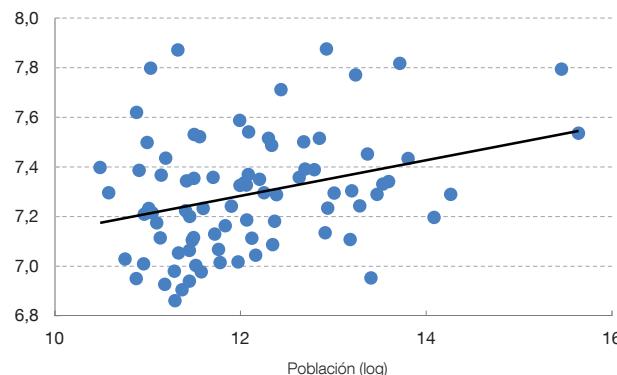
28 Esta elasticidad se calcula según una metodología análoga a la manejada en las empresas. Utilizando información de la Muestra Continua de Vidas Laborales, se regresa el logaritmo del salario de cada trabajador sobre características observables (educación, experiencia y sector de actividad) y un conjunto de efectos fijos de ciudad. Dichos efectos fijos reflejan el salario medio de los trabajadores de una ciudad, una vez descontados los efectos de composición.

29 Véase Ahlfeldt y Pietrostefani (2019) para un análisis detallado sobre otros beneficios asociados al mayor tamaño de las ciudades en términos de comodidades y de mayor facilidad de acceso a servicios de diversa índole.

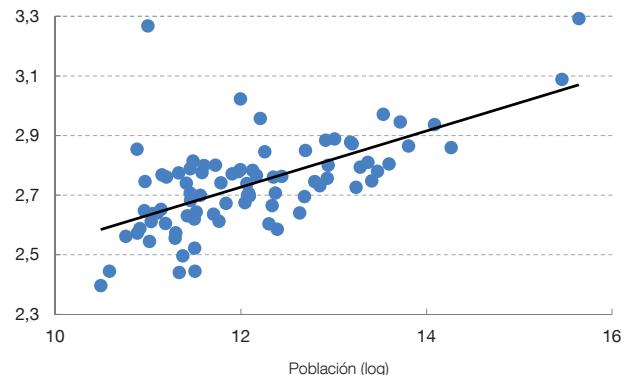
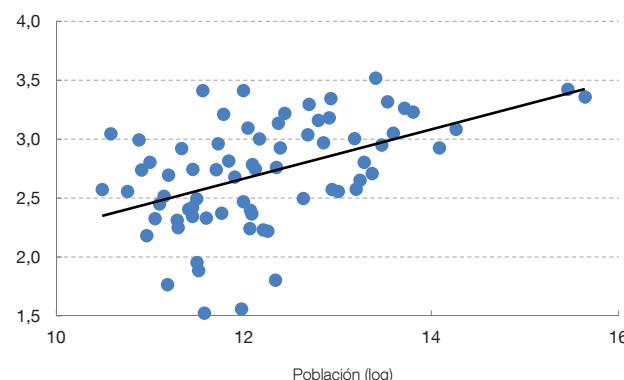
Gráfico 4.15

**EXISTEN UNA SERIE DE COSTES ASOCIADOS AL MAYOR TAMAÑO DE LAS CIUDADES EN TÉRMINOS DE DIFERENTES MANIFESTACIONES DE LA CONGESTIÓN**

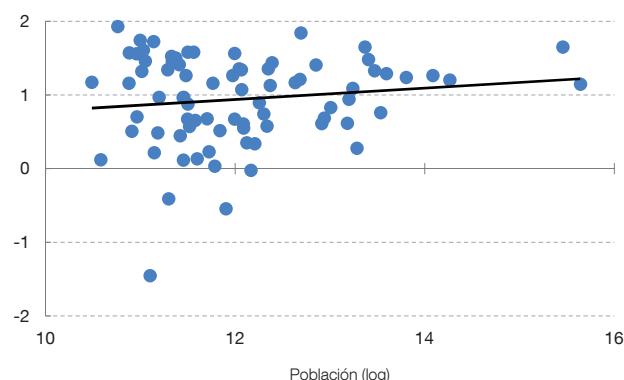
Un mayor tamaño de las ciudades se asocia a un mayor nivel de congestión. Los mayores niveles de congestión se manifiestan en forma de precios más altos de la vivienda, más tiempo de desplazamiento al lugar de trabajo, niveles más elevados de contaminación y mayor presión fiscal.

1 PRECIO VIVIENDA (LOG €/M<sup>2</sup>)

2 TIEMPO DE DESPLAZAMIENTO (LOG MINUTOS)

3 CONTAMINACIÓN (LOG NO<sub>2</sub> POR M<sup>3</sup>)

4 PRESIÓN FISCAL (LOG PRIMER COMPONENTE PRINCIPAL IBI, IVTM, IAE E ICIO)



FUENTE: Banco de España.



(véase gráfico 4.15), en la medida en que las autoridades locales tratan de aliviar los costes de congestión a través de inversiones en infraestructuras de transporte que acarrean costes económicos elevados.

**Por otro lado, cabe destacar también los costes asociados a la contaminación que padecen los habitantes de las grandes urbes.** Una mayor aglomeración de población en las ciudades puede dar como resultado una mayor exposición de sus habitantes a la contaminación, como se observa en el caso español (véase gráfico 4.15). Dicha exposición puede ir asociada a un menoscabo en términos de esperanza de vida [Carozzi y Roth (2020)], lo que redunda en una elevada disposición de los ciudadanos de las grandes urbes a asumir ciertos costes para reducir su exposición a partículas contaminantes [Chay y Greenstone (2005)].

No obstante, la evidencia disponible para Estados Unidos indica que los residentes en ciudades de mayor tamaño emiten menos gases de efecto invernadero y menos partículas por persona que los residentes en ciudades más pequeñas, con el consiguiente beneficio a nivel global. Este resultado se debe tanto a la mayor eficiencia energética de los medios de transporte como a las diferencias en las emisiones relacionadas con la climatización de los edificios [Glaeser y Kahn (2010)].

**No obstante, los costes y los beneficios asociados al tamaño de las ciudades que se han considerado en este epígrafe ignoran la potencial heterogeneidad en los efectos analizados.** En concreto, podría suceder que la intensidad con la que se disfrutan los beneficios del tamaño de las ciudades difiera entre los distintos grupos de población, como se analiza a continuación.

### 3.3 La concentración del empleo cualificado en las grandes urbes españolas

**Los flujos migratorios desde ciudades de menor tamaño hacia grandes urbes se producen, en su mayor parte, entre la población joven, presumiblemente en busca de mejores oportunidades profesionales, así como de una mayor oferta de ocio y de comodidades.** Aunque no es posible ofrecer una cuantificación precisa de la mejora en el acceso a servicios en las grandes ciudades de forma individualizada, la información de la Seguridad Social a través de la Muestra Continua de Vidas Laborales permite analizar en detalle las ganancias individuales en las condiciones laborales que implican las migraciones hacia ciudades de mayor tamaño. En concreto, del total de los trabajadores que comenzaron a trabajar en una gran ciudad procedentes de una ciudad más pequeña entre 2005 y 2018, el 51 % se encontraba en situación de desempleo en la ciudad de origen, el 10 % tenía un contrato laboral en vigor en su ciudad de origen, pero pertenecía a un grupo de cotización más bajo, y el 16 % cotizaba en la misma categoría profesional, pero con un salario menor. De este modo, tres de cada cuatro migraciones a ciudades de mayor tamaño redundaron en mejoras en las condiciones laborales de los migrantes, ya sea en el margen extensivo (acceder a un puesto de trabajo) o en el intensivo (acceder a un empleo de mayor cualificación y/o mejor remunerado). Sin embargo, cabe preguntarse si algunos trabajadores se benefician más que otros de desarrollar su actividad profesional en ciudades grandes.

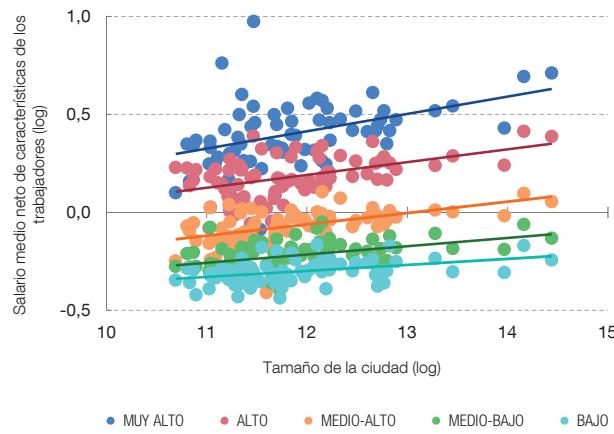
**El mejor indicador disponible sobre el beneficio individual es la prima salarial asociada a trabajar en ciudades de mayor tamaño, que además es más elevada en los trabajadores más cualificados.** Como se ha comentado en el epígrafe anterior, la elasticidad estimada para el trabajador medio es del 0,046, y se puede interpretar como la prima salarial asociada al tamaño de las ciudades. Sin embargo, esta elasticidad promedio enmascara una heterogeneidad significativa en función

Gráfico 4.16

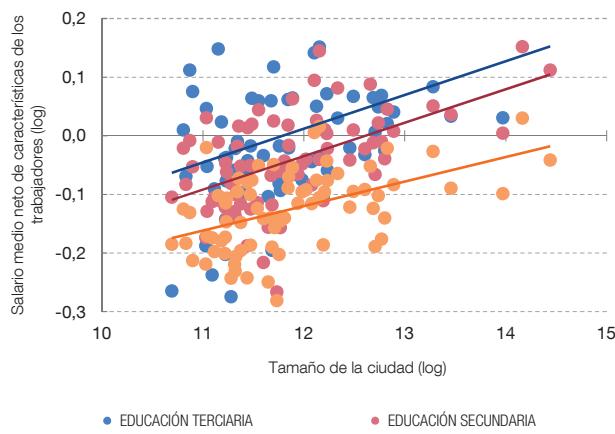
**LA PRIMA SALARIAL ASOCIADA AL TAMAÑO DE LAS CIUDADES ES MAYOR EN LOS TRABAJADORES CUALIFICADOS**

En las ciudades de mayor tamaño, los salarios son más elevados, incluso al comparar a trabajadores equivalentes en términos de experiencia, edad y sector de actividad. Esta prima es significativamente mayor en los trabajadores más cualificados, medidos en términos de grupo de cotización o de nivel de estudios.

1 CUALIFICACIÓN SEGÚN GRUPO DE COTIZACIÓN (a)



2 CUALIFICACIÓN SEGÚN NIVEL DE ESTUDIOS



FUENTES: Banco de España y Muestra Continua de Vidas Laborales.

a) Cada punto se refiere al efecto fijo de ciudad-grupo a partir de una regresión del logaritmo del salario de cada trabajador sobre características observables (educación, experiencia y sector de actividad) y un conjunto de efectos fijos de ciudad-grupo de cualificación. Dichos efectos fijos reflejan el salario medio de los trabajadores de una ciudad y grupo de cualificación una vez descontados los efectos de composición. El grado de cualificación se considera muy alto para el grupo de cotización 1, alto para los grupos 2 y 3, medio-alto para los grupos 4 a 6, medio-bajo para los grupos 7 a 9, y bajo para el grupo 10.

DESCARGAR

de la cualificación de los trabajadores<sup>30</sup>. En concreto, la prima salarial de los trabajadores de muy alta cualificación es de 0,106, mientras que para quienes desempeñan ocupaciones de menor cualificación es de 0,030 (véase gráfico 4.16). A modo de ilustración, estas elasticidades implican que el salario de un trabajador cualificado en Madrid será un 33,2 % mayor que el de un trabajador cualificado equivalente en Cáceres, mientras que, para un trabajador no cualificado, esta prima será del 9,5 %, dados los tamaños de las áreas urbanas de Madrid y de Cáceres. En cuanto a las causas de estas primas salariales, la evidencia disponible indica que los trabajadores de las ciudades más grandes obtienen una prima inmediata al mudarse a dichas ciudades por los canales expuestos en la sección anterior y, además, con el tiempo acumulan una experiencia más valiosa que en ciudades de menor tamaño. No obstante, el valor adicional de dicha experiencia acumulada en las grandes ciudades persiste incluso en los casos en los que los trabajadores retornan a sus ciudades de origen [De la Roca y Puga (2017)].

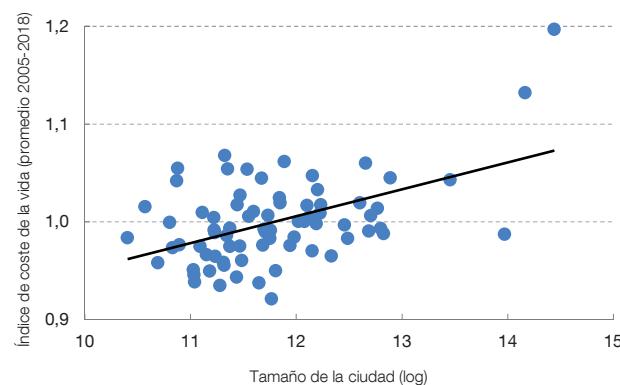
30 Nótese que la cualificación de los trabajadores se aproxima tanto por su grupo de cotización como por su nivel de estudios, ambos disponibles en la Muestra Continua de Vidas Laborales. En concreto, el grado de cualificación se considera muy alto para el grupo de cotización 1, alto para los grupos 2 y 3, medio-alto para los grupos 4 a 6, medio-bajo para los grupos 7 a 9, y bajo para el grupo 10. Respecto al nivel de estudios, se distinguen tres cualificaciones: alta si el trabajador tiene estudios superiores (educación terciaria), media si ha completado la educación secundaria y baja si no la ha completado. Véase Moral-Benito y Quintana (2021) para más detalles.

Gráfico 4.17

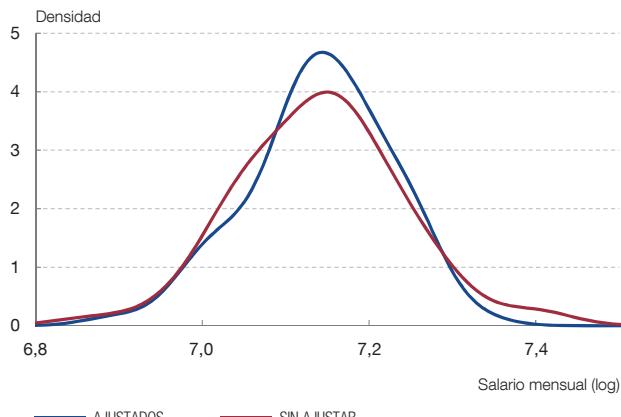
## LAS DIFERENCIAS ENTRE CIUDADES EN EL COSTE DE LA VIDA SON SIGNIFICATIVAS Y CONDICIONAN LAS COMPARACIONES DE SALARIOS

Las ciudades de mayor tamaño presentan niveles de precios (coste de la vida) más elevados. Una vez que se calculan salarios ajustados por su paridad de poder de compra en cada ciudad, las diferencias salariales entre ciudades grandes y pequeñas se comprimen significativamente.

1 ÍNDICE DE PRECIOS Y TAMAÑO DE LAS CIUDADES



2 DISTRIBUCIÓN DE SALARIOS SIN AJUSTAR Y AJUSTADOS POR SU PARIDAD DE PODER DE COMPRA



FUENTES: Banco de España y Muestra Continua de Vidas Laborales.



**Sin embargo, una dimensión relevante que puede condicionar las comparaciones de salarios entre ciudades son las diferencias en el coste de la vida.** Por ejemplo, según el índice de alquiler de vivienda del Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana, el precio de alquiler medio en Madrid era de 13,2 €/m<sup>2</sup> en 2018, frente a 5,0 €/m<sup>2</sup> en Cáceres. De este modo, se antoja imprescindible la consideración de un índice de coste de la vida para las diferentes ciudades españolas que facilite la comparación de salarios ajustados por su poder adquisitivo como un indicador más preciso del bienestar real de los trabajadores. De acuerdo con el índice calculado en Forte-Campos *et al.* (2021)<sup>31</sup>, se observa que las ciudades de mayor tamaño presentan índices de precios más elevados, especialmente en los casos de Madrid y de Barcelona, con índices de coste de la vida, en promedio, en torno a un 20 % por encima del resto de las ciudades españolas. De este modo, las diferencias salariales entre ciudades se comprimen de forma significativa al medir los salarios en términos de paridad de poder de compra (véase gráfico 4.17).

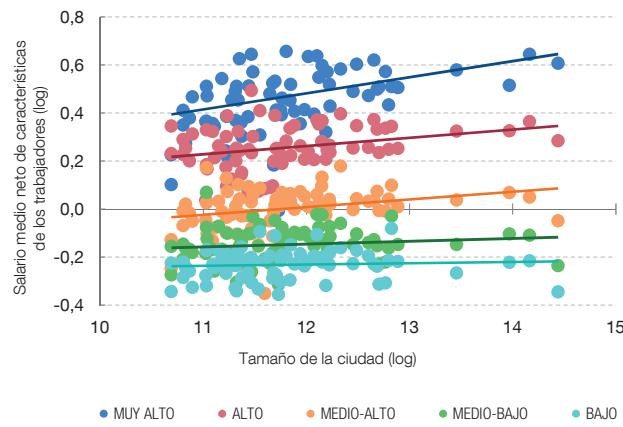
31 El índice de coste de la vida se construye con información de la Encuesta de Presupuestos Familiares, las series de IPC provincial del INE y el índice de alquiler de vivienda del Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana. En concreto, a partir del índice de alquiler de vivienda se obtiene el precio por metro cuadrado de viviendas colectivas a nivel de área urbana. A continuación, se obtienen precios locales para los grupos de consumo relacionados con alimentación, bebidas y suministros de vivienda de acuerdo con la información de la Encuesta de Presupuestos Familiares (estos bienes representan alrededor del 50 % del gasto total de los hogares). Para el resto de los grupos de consumo se estiman los precios locales según la correlación de la inflación a nivel provincial de dichos grupos con la inflación a nivel provincial de los grupos para los cuales sí existe información de precios locales. Por último, los precios de cada grupo se ponderan conforme a la proporción de gasto en cada uno de ellos (Encuesta de Presupuestos Familiares).

Gráfico 4.18

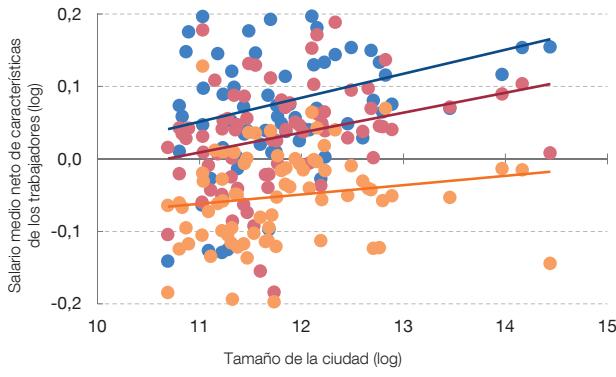
**LA PRIMA SALARIAL ASOCIADA AL TAMAÑO DE LAS CIUDADES SE REDUCE SIGNIFICATIVAMENTE, O INCLUSO DESAPARECE, CUANDO SE TIENEN EN CUENTA LAS DIFERENCIAS EN EL COSTE DE LA VIDA ENTRE CIUDADES**

Una vez que se calculan los salarios ajustados por su paridad de poder de compra, la prima salarial asociada al tamaño de las ciudades se reduce de forma significativa en los trabajadores más cualificados y desaparece en los menos cualificados.

1 CUALIFICACIÓN SEGÚN EL GRUPO DE COTIZACIÓN (a)



2 CUALIFICACIÓN SEGÚN EL NIVEL DE ESTUDIOS



**FUENTES:** Banco de España y Muestra Continua de Vidas Laborales.

a) Cada punto se refiere al efecto fijo de ciudad-grupo a partir de una regresión del logaritmo del salario de cada trabajador sobre características observables (educación, experiencia y sector de actividad) y un conjunto de efectos fijos de ciudad-grupo de cualificación. Dichos efectos fijos reflejan el salario medio de los trabajadores de una ciudad y grupo de cualificación una vez descontados los efectos de composición. El grado de cualificación se considera muy alto para el grupo de cotización 1, alto para los grupos 2 y 3, medio-alto para los grupos 4 a 6, medio-bajo para los grupos 7 a 9, y bajo para el grupo 10.



**Una vez que se consideran los salarios ajustados por su poder adquisitivo, se observan menores primas salariales asociadas al tamaño de las ciudades, que incluso desaparecen en los trabajadores de menor cualificación.** Si bien la prima salarial de las grandes urbes disminuye de forma significativa para todos los grupos de trabajadores si se consideran las diferencias en el coste de la vida, solo desaparece en el conjunto de los trabajadores menos cualificados. En concreto, la elasticidad para los trabajadores más cualificados se reduce de 0,106 a 0,071, mientras que en los trabajadores menos cualificados pasa de 0,03 a 0,00. Es decir, los salarios de los trabajadores menos cualificados no son más elevados en las ciudades de mayor tamaño, una vez que se tiene en cuenta su poder adquisitivo (véase gráfico 4.18). Continuando con el ejemplo anterior, estas diferencias implican que la prima salarial de los trabajadores cualificados en Madrid respecto a Cáceres cae desde el 33,2 % hasta el 22,2 %, mientras que en los trabajadores no cualificados descendería desde el 9,5 % hasta el 0 %.

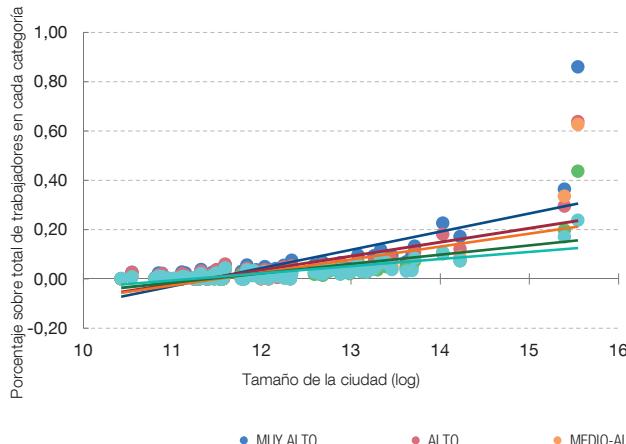
**Estas diferencias en la prima salarial entre grupos de trabajadores tienen efectos significativos sobre la composición de las dinámicas poblacionales de las ciudades españolas.** En concreto, se observa una gran heterogeneidad en las migraciones netas de las grandes ciudades según el nivel de cualificación de los trabajadores. De acuerdo con la información de la Muestra Continua de Vidas

Gráfico 4.19

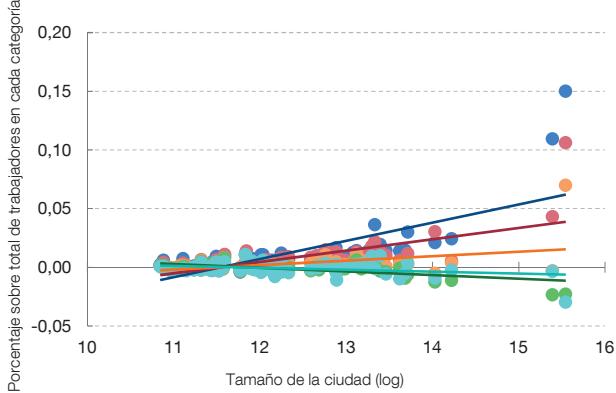
**LAS CIUDADES DE MAYOR TAMAÑO PRESENTAN MIGRACIONES NETAS NEGATIVAS DE TRABAJADORES MENOS CUALIFICADOS**

Si bien las grandes ciudades recibieron trabajadores de todas las cualificaciones con mayor intensidad que las ciudades más pequeñas, la diferencia es especialmente acusada en los trabajadores más cualificados. Además, una vez que se tienen en cuenta las salidas de trabajadores de cada ciudad y no solo las llegadas, se observa que las ciudades más grandes perdieron trabajadores de menor cualificación en términos netos a lo largo del período 2005-2018.

1 LLEGADAS DE TRABAJADORES PROCEDENTES DEL RESTO DE ESPAÑA



2 LLEGADAS NETAS DE TRABAJADORES DEL RESTO DE ESPAÑA



FUENTES: Banco de España y Muestra Continua de Vidas Laborales.



Laborales, a lo largo del período 2005-2018 las ciudades de mayor tamaño acogieron a más inmigrantes de alta cualificación. Por ejemplo, Madrid y Barcelona recibieron cada año el equivalente al 0,86 % y al 0,36 % del total de los trabajadores en ocupaciones de muy alta cualificación en el conjunto del país, lo que equivale a unos 10.000 y 4.400 trabajadores, respectivamente. Sin embargo, es interesante comprobar que, en términos netos, las ciudades de mayor tamaño presentan un saldo negativo de trabajadores de menor cualificación. Por ejemplo, en Madrid y Barcelona se observan salidas netas en este colectivo de trabajadores entre 2005 y 2018 equivalentes al 0,03 % y al 0,02 % del total nacional de los trabajadores en tales ocupaciones, unos 1.600 y 1.100 trabajadores cada año, respectivamente (véase gráfico 4.19).

**Como resultado de las anteriores tendencias, se observa en España una propensión hacia una concentración creciente de trabajadores cualificados en un pequeño número de grandes urbes<sup>32</sup>.** Estos desarrollos pueden redundar en una mayor disparidad de rentas no solo entre las diferentes ciudades, sino también dentro de las propias ciudades, como apuntan las diferencias salariales entre los distintos grupos de cotización de una misma ciudad y entre las diferentes ciudades

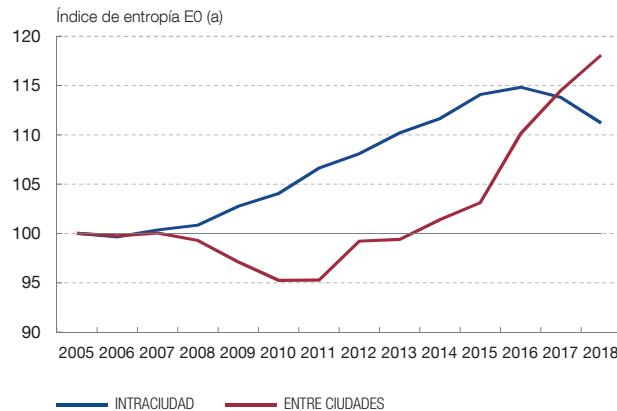
<sup>32</sup> Nótese que esta es también una característica ya documentada en Estados Unidos [Berry y Glaeser [2005]].

Gráfico 4.20

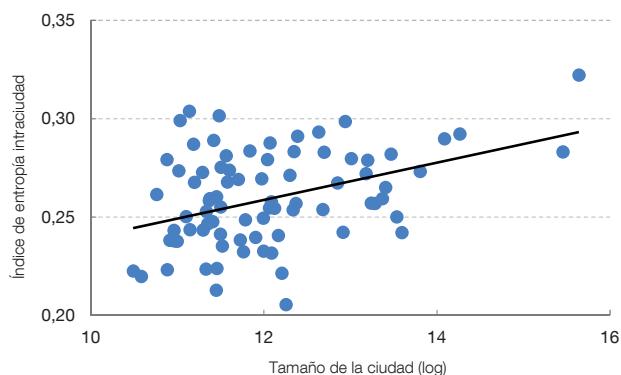
### LA DISPERSIÓN DE LA RENTA LABORAL HA AUMENTADO DESDE 2005, TANTO DENTRO DE CADA CIUDAD COMO ENTRE LAS DIFERENTES CIUDADES

La dispersión en la distribución de la renta laboral de los trabajadores en las ciudades españolas aumentó entre 2005 y 2018. Este aumento se observa tanto entre los trabajadores de cada ciudad como entre los de las diferentes ciudades. Asimismo, existe una correlación elevada entre el tamaño de las ciudades y su nivel de dispersión en renta laboral.

1 EVOLUCIÓN DE LA DISPERSIÓN (2005 = 100)



2 DISPERSIÓN INTRACIUDAD Y TAMAÑO DE LAS CIUDADES



FUENTES: IEF-AEAT y Banco de España.

a A partir de la información contenida en las Muestras IRPF 2005-2018 IEF-AEAT (Declarantes), se construye un índice de entropía de Theil (desviación media logarítmica), que permite la descomposición del índice agregado en dos componentes: uno que aproxima la dispersión en rentas laborales entre los declarantes de cada ciudad (intraciudad) y otro que captura la dispersión entre la renta laboral media de las diferentes ciudades (entre ciudades). Nótese que el componente intraciudad explica el 97 % del nivel de dispersión. Para más detalles, véase Shorrocks y Wan (2005).



en un mismo grupo de cotización (véase gráfico 4.19). En efecto, de acuerdo con la información de la Agencia Tributaria, entre 2005 y 2018 la dispersión de la renta laboral aumentó tanto dentro de las ciudades como entre las diferentes ciudades<sup>33</sup>. Además, se observa que las urbes de mayor tamaño presentan niveles de heterogeneidad en las rentas laborales más elevados entre sus trabajadores que las ciudades más pequeñas (véase gráfico 4.20).

## 4 Algunas consideraciones en el ámbito de las políticas públicas

**Las políticas públicas basadas en criterios de ubicación geográfica representan una parte significativa de los presupuestos públicos.** Por ejemplo, las políticas orientadas a paliar los déficits demográficos de algunas regiones están

33 En concreto, se explota la información contenida en las Muestras IRPF 2005-2018 IEF-AEAT (Declarantes) para construir un índice de entropía de Theil (desviación media logarítmica), que permite la descomposición del índice agregado en dos componentes: uno que aproxima la dispersión en rentas laborales entre los declarantes de cada ciudad (intraciudad) y otro que captura la dispersión entre la renta laboral media de las diferentes ciudades (entre ciudades). Nótese que el componente intraciudad explica el 97 % del nivel de dispersión. Para más detalles, véase Shorrocks y Wan (2005).

muy extendidas a nivel europeo: dos de los cinco fondos estructurales y de inversión europeos —el Fondo de Desarrollo Regional y el Fondo Europeo Agrícola de Desarrollo Rural—, así como la Política Agrícola Común, tienen entre sus objetivos explícitos el crecimiento equilibrado de las distintas regiones de la Unión Europea o el desarrollo económico de las zonas rurales. Además, el Fondo Social Europeo utiliza la riqueza relativa de las regiones para distribuir su financiación. De este modo, el 33 % del presupuesto de la Unión Europea se destina a políticas de cohesión económica, social y territorial. En el caso español, la denominada «[Estrategia Nacional frente al Reto Demográfico](#)», aprobada en 2017, tiene como objetivo principal diseñar una respuesta conjunta para aliviar la problemática del envejecimiento poblacional y el despoblamiento territorial. En la medida en que estas políticas pretenden impulsar el desarrollo de las zonas más desfavorecidas del territorio a través de inversiones públicas, subvenciones, exenciones fiscales, etc., pueden considerarse políticas redistributivas al transferir, de un modo u otro, recursos públicos en los territorios más desfavorecidos hacia los hogares residentes.

**Al igual que en el resto de las políticas públicas, es importante evaluar su eficacia y eficiencia para mejorar su diseño.** El principal argumento sobre el que descansan las actuaciones públicas en este ámbito es su beneficio social en términos de una mayor equidad en la distribución de los recursos<sup>34</sup>. Sin embargo, estas políticas también pueden acarrear algunos costes en forma de pérdidas de eficiencia. Por ejemplo, el apoyo público a una zona geográfica determinada puede desplazar a trabajadores y/o empresas desde otras localizaciones en las que su productividad marginal es mayor, con el consiguiente menoscabo de la productividad agregada [Gaubert (2018)]. Además, es pertinente considerar también el coste de oportunidad de los recursos destinados a las zonas más desfavorecidas, que podrían asignarse a fines redistributivos, pero bajo otros criterios, como, por ejemplo, el de renta [Glaeser (2008)]<sup>35</sup>.

**Es importante distinguir entre las políticas de adaptación a la despoblación y las políticas de mitigación de la despoblación.** Las primeras se plantean como objetivo el mantenimiento de un nivel mínimo de servicios que garantice el bienestar de sus habitantes. Las segundas persiguen frenar el declive demográfico y fomentar el desarrollo a medio plazo [Copus *et al.* (2020)]. Esta distinción es especialmente

---

34 Existen también argumentos basados en la existencia de fallos de mercado y/o externalidades en la medida en que las empresas y los trabajadores eligen su ubicación en función de sus costes y beneficios privados, sin tener en cuenta los costes y beneficios para el conjunto de la sociedad. Por ejemplo, un trabajador y/o una empresa pueden generar externalidades positivas hacia otros trabajadores y/o empresas en una ciudad pequeña que no internalizan al tomar su decisión de trasladarse a una ciudad más grande en la que su beneficio privado será mayor, pero la externalidad positiva será, en términos relativos, menor [Fajgelbaum y Gaubert (2020)]. No obstante, la evidencia empírica disponible sobre este tipo de fallos de mercado y/o externalidades en el caso español es muy limitada [Cuberes y Moral-Benito (2021)].

35 De acuerdo con la literatura más reciente, la redistribución según criterios geográficos puede ser preferible a otras formas de redistribución bajo determinadas circunstancias, como una movilidad reducida de la población o una elevada concentración del empleo muy cualificado en determinadas zonas del territorio [Gaubert *et al.* (2021)].

relevante a la luz de las dos realidades del mundo rural documentadas en este capítulo para el caso español.

**Respecto a las políticas de adaptación, la literatura ha identificado dos factores principales que explican las dificultades documentadas en este capítulo que afrontan los municipios rurales en la provisión de determinados servicios a nivel local.** Primero, como consecuencia de la existencia de economías de escala en la provisión de algunos servicios, el reducido tamaño de muchos municipios rurales hace que estos tengan que asumir unos costes fijos por habitante muy elevados. Segundo, existen factores normativos que podrían actuar como límite a la provisión de ciertos servicios públicos en la medida en que se observa falta de claridad en el reparto de algunas competencias entre las Administraciones implicadas, así como una elevada dependencia de transferencias de otros niveles de la Administración Pública en los municipios rurales, que pueden generar una mayor incertidumbre sobre los recursos disponibles<sup>36</sup>.

**En este contexto, algunas actuaciones que habría que considerar podrían girar en torno a una mejor delimitación de las competencias entre los diferentes niveles de la Administración, así como a un mayor nivel de colaboración entre municipios para explotar las economías de escala.** Las mancomunidades pueden desempeñar un papel destacado para paliar las dificultades que afrontan los municipios rurales en la provisión de servicios. La constitución de una mancomunidad formaliza una asociación legal entre varios municipios para brindar servicios y ejecutar obras de forma conjunta, favoreciendo el aprovechamiento de las posibles sinergias y economías de escala. Estas asociaciones entre municipios serían especialmente beneficiosas si lograran involucrar a los municipios de mayor tamaño y capacidad tractora, que podrían actuar como centros neurálgicos en la provisión y distribución de servicios [Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2013)].

**La provisión de servicios digitales y financieros podría desempeñar también un efecto dinamizador importante para el entorno rural, más allá de las consideraciones de equidad territorial en la accesibilidad a servicios.** De acuerdo con la evidencia disponible para el caso español, el cierre de sucursales bancarias en los municipios rurales tuvo un impacto negativo sobre la inversión y la supervivencia de pequeñas empresas activas en dichos municipios [Martín-Oliver et al. (2020)]. El desarrollo de nuevas tecnologías e infraestructuras digitales supone una oportunidad de acceso y de uso de los servicios financieros que, si bien implican retos significativos para las entidades, presenta un elevado potencial para paliar los efectos negativos del cierre de sucursales [Barruetabeña (2020)].

**Los programas de formación en competencias financieras y digitales representan un ingrediente necesario en el diseño de una estrategia conjunta**

---

<sup>36</sup> Alloza et al. (2021) ofrecen un análisis pormenorizado de la literatura disponible sobre estos tres aspectos.

**para defender a los colectivos vulnerables frente a la exclusión financiera y la brecha digital en el entorno rural.** La presencia de complementariedades entre el capital tecnológico y las habilidades digitales de la población hace necesario incidir en ambas vertientes de forma coordinada desde el ámbito de las políticas públicas [véase [Cuadrado et al. \(2020\)](#)]. En este sentido, la colaboración entre las autoridades públicas y las entidades financieras se antoja imprescindible si se pretende maximizar el grado de aprovechamiento de la oferta de servicios financieros y digitales en las zonas rurales mediante la formación de sus ciudadanos. En este ámbito, la aplicación de programas de educación financiera que recojan adecuadamente las especificidades de las demandas del mundo rural debería representar un elemento fundamental<sup>37</sup>.

**En cuanto a las políticas de mitigación, su diseño debe adoptar una perspectiva integral que tenga en cuenta, en particular, las interacciones entre las áreas rurales y las urbanas.** En este sentido, algunos programas a escala regional, nacional y de la Unión Europea adolecen de un planteamiento basado en el impulso de un único sector o grupo de actividades, omitiendo el carácter complejo y multifuncional del medio rural y sus interacciones con las zonas urbanas, y sin incorporar por completo el contexto institucional y económico, la situación de otras zonas geográficas, la interacción con el resto de las políticas públicas o la reacción de los agentes sociales. Por ejemplo, como se ha señalado en este capítulo, el desarrollo de la red de infraestructuras en España durante el período del éxodo rural contribuyó a la despoblación de las regiones rurales, al abaratar los costes de transporte y favorecer la concentración de la actividad económica y de la población en las regiones más industrializadas. De hecho, una reducción de los costes de transporte mediante inversiones en infraestructuras puede acarrear una mayor divergencia territorial si persisten diferencias en los niveles de productividad entre las distintas regiones [véase [Krugman \(1991\)](#)]. Asimismo, la evidencia disponible sobre el impacto de políticas como los incentivos fiscales a empresas [[Button \(2019\)](#)] o las reubicaciones de instituciones públicas [[Becker et al. \(2021\)](#)] no es concluyente. Por lo tanto, políticas parciales que ignoren los efectos de equilibrio general y/o la naturaleza multidimensional del reto podrían no generar los efectos deseados, o incluso desencadenar efectos de signo contrario al perseguido, pese a su coste de oportunidad potencialmente elevado.

**Algunas experiencias internacionales, convenientemente adaptadas a la idiosincrasia española, podrían tomarse como referentes.** En este ámbito, destacan el papel y la trayectoria de la agencia [Highlands and Islands Enterprise \(HIE\)](#), creada en 1965 con el objetivo de revertir las tendencias de despoblación rural en la región de las Tierras Altas en Escocia. De hecho, la población de dicha región pasó de caer más de un 15 % entre 1900 y 1965 a crecer más del 20 % a

---

<sup>37</sup> Véase, por ejemplo, el [convenio](#) de colaboración para el desarrollo del [Plan de Educación Financiera](#), suscrito por el Banco de España, la CNMV y el Ministerio de Consumo.

partir de su creación, frente al crecimiento del 2 % en el conjunto del país. Entre las políticas desarrolladas por esta agencia, destaca la adaptación de la oferta educativa a las necesidades del tejido empresarial, con el objetivo de identificar y retener el talento joven de la región<sup>38</sup>, una cuestión especialmente relevante en el contexto español a la luz de la evidencia presentada en este capítulo. Además, destaca también la estrecha coordinación de las acciones formativas con otras políticas de promoción del emprendimiento a escala local, en parte a través de empresas enmarcadas en el ámbito de la economía social<sup>39</sup> [véase *Southern Sparsely Populated Areas* (2017)]. En segundo lugar, la experiencia de Japón también puede considerarse un referente para el caso español, puesto que este país encara uno de los riesgos más elevados a nivel mundial en términos de despoblación de sus zonas rurales como consecuencia del envejecimiento de su población [véase *Matanle y Rausch* (2011)]. Destaca, en particular, la estrategia denominada «compactar y conectar», consistente en la agrupación y reducción del número de municipios, que pasó de 3.200 a 1.700 entre 2000 y 2013 [véase *Kato* (2014)]. Dicho proceso de consolidación no ha consistido en una mera agrupación de entidades administrativas, sino que ha respondido a una planificación integral con el objetivo de aprovechar las oportunidades de cada grupo de municipios en torno a un núcleo central con capacidad tractora y especial énfasis en la retención de la población joven, en línea con la experiencia escocesa. En tercer lugar, cabe mencionar la conocida como *Agenzia per la Coesione Territoriale* italiana<sup>40</sup>, creada en 2013 y considerada un ejemplo de buenas prácticas por su desarrollo de una estrategia integral en la lucha contra la despoblación rural. Un elemento fundamental de dicha estrategia es el diseño y la coordinación de los diferentes proyectos financiados con fondos estructurales y de inversión europeos para acometer políticas de desarrollo local e innovación en la provisión de servicios en zonas rurales con una visión de conjunto a nivel nacional [véase *European Network for Rural Development* (2020)].

**La digitalización, el envejecimiento de la población y la transición energética plantean nuevos retos, pero también oportunidades para el desarrollo del mundo rural.** Estas tendencias plantean algunos riesgos para las zonas rurales,

---

38 La Universidad de las Tierras Altas e Islas (UHI) desempeña un papel crucial tanto en la generación de talento como en el desarrollo de proyectos empresariales innovadores. Es una universidad pública con capital público-privado, cuyo principal objetivo es ajustar su oferta educativa a las necesidades del territorio y de sus empresas. Además, dada la baja densidad poblacional de la región, esta institución destaca por la promoción de la enseñanza *online* y era la universidad europea que presentaba una mayor implantación de las clases por videoconferencia en 2017.

39 La economía social engloba el conjunto de actividades económicas y empresariales que, actuando en el espacio privado, persiguen un interés colectivo que redunde en beneficio de sus participes, de la sociedad o de ambos. En este contexto, el foco de estas entidades se centra en su fin social, más que en la remuneración del capital, sin que dicho énfasis sea óbice para su viabilidad económica.

40 Otros países no europeos también han optado por este tipo de agencias recientemente. Por ejemplo, Australia estableció en 2019 el *Centre for Population*, cuyo principal objetivo es un crecimiento de la población más equilibrado entre las diferentes regiones. Su funcionamiento gira en torno a cuatro ejes de actuación: i) establecer métricas y objetivos comunes a nivel nacional; ii) fomentar una mayor colaboración entre las diferentes jurisdicciones; iii) aumentar la transparencia y la elaboración de análisis coste-beneficio de las distintas actuaciones, y iv) identificar casos de éxito y facilitar las iniciativas comunes.

asociados a la brecha digital entre generaciones y áreas geográficas, que, por ejemplo, podría dificultar el acceso a servicios por parte de la población rural más envejecida a medida que avance la provisión de servicios digitales en diferentes ámbitos. Sin embargo, ofrecen a la vez algunas oportunidades que no deben minusvalorarse, como se analiza a continuación.

**Digitalización.** La existencia de grandes diferencias en el desarrollo de infraestructuras digitales entre las zonas rurales y las urbanas podría sugerir la conveniencia de realizar inversiones para dotar de cobertura de redes de banda ancha de nueva generación a municipios que aún no cuentan con ellas y hacerlos más competitivos ante el reto de la digitalización. Además, actuaciones dirigidas a apoyar y a formar a sus ciudadanos en el ámbito de las nuevas tecnologías serían un complemento imprescindible para maximizar el aprovechamiento de las infraestructuras digitales, como se ha señalado anteriormente. De este modo, estos municipios podrían beneficiarse no solo del acceso de sus ciudadanos a servicios digitales y al teletrabajo, sino también del comercio electrónico como canal de venta de las empresas.

**Reto demográfico.** Una de las idiosincrasias más notables del mundo rural es el envejecimiento de su población, que cada vez más demanda productos y servicios adecuados a sus necesidades. De este modo, se plantea la oportunidad de desarrollar iniciativas vinculadas a la denominada «tercera edad», que podrían articularse, al menos en parte, en torno al mundo rural y a las ciudades de menor tamaño, que pueden presentar ciertas ventajas comparativas en la provisión de algunos de los servicios demandados por la población de mayor edad (servicios residenciales, ocio, etc.).

**Transición energética.** Los proyectos vinculados al desarrollo de fuentes de energía alternativas con elevado contenido innovador representan una oportunidad para el mundo rural y para las ciudades de menor tamaño. Esto es así en la medida en que estas iniciativas se podrían enmarcar en industrias con bajo nivel de implantación en la actualidad y que podrían florecer en nuevas localizaciones con baja densidad poblacional. Así, de acuerdo con la información del Ministerio para la Transición Ecológica y el Reto Demográfico, el 77 % del total nacional de potencia instalada en energías renovables corresponde a plantas ubicadas en municipios rurales.

## 5 Conclusiones

**El proceso secular de despoblación de las zonas rurales españolas ha cobrado protagonismo en el debate público en los últimos años.** Para entender las causas y las consecuencias de dicho proceso, en este capítulo se ofrece un análisis de la evolución de la población en los pueblos y ciudades de España desde una perspectiva internacional. Si bien el caso español se enmarca en una tendencia global hacia la urbanización, representa una anomalía en el contexto europeo por su

elevado porcentaje de territorio deshabitado, que redunda en una incidencia muy elevada de municipios rurales en riesgo de desaparición. Asimismo, la pérdida de población joven en las ciudades más pequeñas en favor de las grandes urbes se revela como un factor fundamental en la despoblación de las zonas rurales y acarrea, a su vez, un aumento de la concentración del empleo cualificado en unas pocas ciudades de gran tamaño.

**Es importante evaluar la eficacia y la eficiencia de las políticas en este ámbito con miras a mejorar su diseño.** A la luz de la evidencia presentada en este capítulo, caben considerar dos tipos de políticas para paliar los efectos de la concentración de la población en las grandes ciudades. Por un lado, políticas de adaptación que garanticen un cierto nivel de servicios disponibles para los habitantes de los municipios rurales. Por otro, políticas de mitigación que persigan revertir las dinámicas poblacionales de aquellos municipios con potencial de crecimiento por las circunstancias y oportunidades de su entorno. En cualquier caso, todas las políticas públicas deben evaluarse de forma rigurosa comparando los potenciales beneficios en términos de mayor equidad territorial con los posibles costes que pueden implicar para el conjunto de la sociedad, de modo que se minimicen las eventuales pérdidas de eficiencia en el uso de los recursos públicos.

**Finalmente, cabe concluir incidiendo en la naturaleza eminentemente diagnóstica del análisis presentado.** En este sentido, la discusión sobre el posible papel que pueden desempeñar las políticas públicas debe entenderse como una primera aproximación a la superficie de un problema muy complejo y poliédrico. Por su relevancia para la sociedad y la economía españolas, las cuestiones aquí abordadas requieren un nivel de análisis más exhaustivo, sobre el que, eventualmente, consensuar una estrategia integral y con vocación de permanencia frente al reto de la despoblación.

## BIBLIOGRAFÍA

Ahlfeldt, G. M., y E. Pietrostefani (2019). «The economic effects of density: A synthesis», *Journal of Urban Economics*.

Alloza, M., E. Moral-Benito y P. Tello (2021). *El acceso a servicios en la España rural*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.

Arroyo-Pérez, A. (2003). *Tendencias demográficas durante el siglo XX en España*, ISBN 84-260-3632-5, pp. 209-253.

Barruetabéña, E. (2020). «La influencia de las nuevas tecnologías en la inclusión financiera», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2020, Banco de España.

Becker, S., S. Heblich y D. Sturm (2021). «The impact of public employment: Evidence from Bonn», *Journal of Urban Economics*, 122, pp. 1032-1091.

Beltrán Tapia, F. J., A. Díez-Minguela y J. Martínez-Galarraga (2017). *The shadow of cities: size, location and the spatial distribution of population in Spain*, Cambridge Working Paper Economics, 1749.

Berry, C. R., y E. L. Glaeser (2005). «The divergence of human capital levels across cities», *Papers in Regional Science*, 84(3), pp. 407-444.

Button, P. (2019). «Do tax incentives affect business location and economic development? Evidence from state film incentives», *Regional Science and Urban Economics*, 77, pp. 315-339.

Carozzi, F., y S. Roth (2020). *Dirty density: Air quality and the density of American cities*, IZA Discussion Paper, n.º 13191.

Chay, K., y M. Greenstone (2005). «Does Air Quality Matter? Evidence from the Housing Market», *Journal of Political Economy*, 113(2), pp. 376-424.

Combes, P., G. Duranton, L. Gobillon y S. Roux (2010). «Estimating agglomeration economies with history, geology, and worker effects», en E. L. Glaeser (ed.), *Agglomeration Economics*, cap. 1, Chicago, IL, University of Chicago Press.

Copus, A., P. Kahila, M. Fritsch, T. Dax, K. Kovács, G. Tagai, R. Weber, J. Grunfelder, L. Löfving, J. Moodie, M. Ortega-Reig, A. Ferrandis, S. Piras y D. Meredith (2020). «*ESCAPE. European Shrinking Rural Areas: Challenges, Actions and Perspectives for Territorial Governance: Applied Research*», *ESPON EGTC, Final Report*, versión 21.12.2020.

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.

Cuberes, D., K. Desmet y J. Rappaport (2019). *Urban growth shadows*, Federal Reserve Bank of Kansas City Research Working Papers.

Cuberes, D., y E. Moral-Benito (2021). *Analyzing the Spanish Urban System: Are Madrid and Barcelona too Big?*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

Duranton, G., y D. Puga (2020). «The economics of urban density», *Journal of Economic Perspectives*, 34(3), pp. 3-26.

Eckert, F., y M. Peters (2018). «Spatial structural change», *mimeo*.

European Network for Rural Development (2020). *Strategy for Inner Areas in Italy*, European Network for Rural Development working document.

Fajgelbaum, P. D., y C. Gaubert (2020). «Optimal spatial policies, geography, and sorting», *The Quarterly Journal of Economics*, 135(2), pp. 959-1036.

Forte-Campos, V., E. Moral-Benito y J. Quintana (2021). «Un índice de coste de la vida en las ciudades españolas», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2021, Banco de España, de próxima publicación.

Gaubert, C. (2018). «Firm sorting and agglomeration», *American Economic Review*, 108(11), pp. 3117-3153.

Gaubert, C., P. Kline y D. Yagan (2021). *Place-Based Redistribution*, NBER Working Paper 28337.

Glaeser, E. L. (2008). *Cities, agglomeration, and spatial equilibrium*, Oxford University Press.

Glaeser, E. L., y M. E. Kahn (2010). «The greenness of cities: Carbon dioxide emissions and urban development», *Journal of Urban Economics*, 67(3), pp. 404-418.

González-Díez, V., y E. Moral-Benito (2019). *El proceso de cambio estructural en la economía española desde una perspectiva histórica*, Documentos Opcionales, n.º 1907, Banco de España.

Gupta, A., J. Peeters, V. Mittal y S. Van Nieuwerburgh (2021). «Flattening the Curve: Pandemic-Induced Revaluation of Urban Real Estate», *mimeo*.

Gutiérrez, E., E. Moral-Benito y R. Ramos (2020a). *Tendencias recientes de la población en las áreas rurales y urbanas de España*, Documentos Opcionales, n.º 2027, Banco de España.

Gutiérrez, E., E. Moral-Benito, D. Oto-Peralás y R. Ramos (2020b). *The spatial distribution of population in Spain: an anomaly in European perspective*, Documentos de Trabajo, n.º 2028, Banco de España.

Handbury, J., y D. E. Weinstein (2015). «Goods prices and availability in cities», *The Review of Economic Studies*, 82(1), pp. 258-296.

Henderson, J. V., T. Squires, A. Storeygard y D. Weil (2018). «The Global Distribution of Economic Activity: Nature, History, and the Role of Trade», *The Quarterly Journal of Economics*, 133(1), pp. 357-406.

Jiménez, C., y H. Tejero (2018). «Cierre de oficinas bancarias y acceso al efectivo en España», *Revista de Estabilidad Financiera*, n.º 34, Banco de España.

Kato, H. (2014). «Declining Population and the Revitalization of Local Regions in Japan», *Meiji Journal of Political Science and Economics*, 3, pp. 25-35.

Kompol, M., C. Jacobs-Crisiorni, L. Dijkstra y C. Lavalle (2019). «Mapping accessibility to generic services in Europe: A market-potential based approach», *Sustainable Cities and Society*, 47, 101372.

Krugman, P. (1991). «Increasing Returns and Economic Geography», *Journal of Political Economy*, 99(3), pp. 483-499.

Lavalle, C., y J. P. Aurambout (2015). *UI - Population weighted density (LUISA Platform REF 2014)*, European Commission, Joint Research Centre.

Martín-Oliver, M. (2019). «Financial exclusion and branch closures in Spain after the Great Recession», *Regional Studies*, 53(4), pp. 562-573.

Martín-Oliver, M., A. Toldrà-Simats y S. Vicente (2020). «The Real Effects of Bank Branch Closings and Restructurings», *mimeo*.

Matanle, P., y A. Rausch (2011). *Japan's Shrinking Regions in the 21st century: contemporary responses to depopulation and socioeconomic decline*, Cambria Press, Amherst.

Michaels, G., F. Rauch y S. Redding (2012). «Urbanization and Structural Transformation», *The Quarterly Journal of Economics*, 127(2), pp. 535-586.

Moral-Benito, E., y J. Quintana (2021). *Skill Sorting, Occupational Changes, and Urban Wage Premium: Evidence from Spain*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2013). *Rural-Urban Partnerships: An Integrated Approach to Economic Development*, OECD Publishing.

Recaño, J. (2017). «La sostenibilidad demográfica de la España vacía», Centre d'Estudis Demogràfics, n.º 007.

Roca, J. de la, y D. Puga (2017). «Learning by working in big cities», *Review of Economic Studies*, 84(1), pp. 106-142.

Rodríguez-Pose, A. (2018). «The revenge of the places that don't matter (and what to do about it)», *Cambridge Journal of Regions, Economy and Society*, 11(1), pp. 189-209.

Shorrocks, A., y G. Wan (2005). «Spatial decomposition of inequality», *Journal of Economic Geography*, 5(1), pp. 59-81.

Southern Sparsely Populated Areas (2017). *Successfully combatting rural depopulation through a new model of rural development: the highlands and islands enterprise experience*, Southern Sparsely Populated Areas network.

## LA DISTRIBUCIÓN ESPACIAL DE LA POBLACIÓN EN ESPAÑA

Como se ha señalado en el texto principal, España se caracteriza por presentar un comportamiento fuertemente idiosincrásico, desde una perspectiva europea, en los patrones de concentración de la población y en la prevalencia de espacio deshabitado, incluso después de tener en cuenta las características geoclimáticas del territorio. El presente recuadro analiza esta cuestión en detalle<sup>1</sup>.

Eurostat proporciona información para 2011 sobre la distribución espacial de la población en celdas de 1 km<sup>2</sup>, que cubren todo el territorio europeo. Este nivel de resolución espacial, al no depender de límites administrativos, permite capturar, de una forma más precisa, la densidad económica relevante en la que interaccionan los ciudadanos y las empresas. En contraposición, los índices tradicionalmente utilizados (como la ratio entre el número de habitantes residentes en un área administrativa y la superficie de dicha área) pueden dar una imagen distorsionada del nivel de concentración de la población, en la medida en que exista mucha superficie natural o deshabitada en dicho límite administrativo<sup>2</sup>.

Los datos de Eurostat (GEOSTAT 2011) revelan dos patrones diferenciados en la distribución de la población española con respecto al resto de los países europeos. En primer lugar, existe una gran cantidad de superficie deshabitada. En particular, únicamente el 13 % de las celdas de 1 km<sup>2</sup> del territorio español acogen población. Este valor es el más bajo de la Unión Europea y está muy lejos de países como Francia, Italia, Alemania o Portugal, donde el 68 %, el 57 %, el 60 % y el 47 % de las celdas albergan un número positivo de habitantes (véase gráfico 1).

En segundo lugar, la población española se encuentra altamente concentrada. En concreto, cada celda poblada acoge, de media, 737 habitantes, el segundo valor más alto de la Unión Europea y muy por encima de los países mencionados anteriormente, todos ellos por debajo de los 400 habitantes por kilómetro cuadrado poblado. Conviene señalar que el número de habitantes sobre la superficie total en el caso español es de 94 habitantes por kilómetro cuadrado, cifra similar a la media europea y cercana a los valores de Francia o de Portugal, que cuentan con 114 y 119 habitantes por kilómetro cuadrado, respectivamente.

Un aspecto que condiciona la distribución espacial de la población y, por tanto, un factor que podría explicar la alta prevalencia de territorio deshabitado en España son las características climatológicas y orográficas del país. En particular, España destaca por su diversidad climática, por alcanzar temperaturas extremas en algunas zonas, por su elevada altitud media y por su amplia superficie montañosa, entre otras características.

Con objeto de analizar hasta qué punto estas particularidades del clima y de la geografía pueden justificar la baja densidad de asentamientos en España, así como la alta concentración espacial, se plantea la estimación de un modelo de regresión. Este modelo explica la densidad y la concentración poblacionales de las regiones europeas (nivel NUTS 3, provincias en el caso español) como función de sus características geoclimáticas y de un efecto fijo de región.

Las dos variables dependientes —densidad y concentración— se miden a nivel de celdas de 250 km<sup>2</sup>. La densidad de asentamientos se define como el porcentaje de celdas de 10 km<sup>2</sup> que están habitadas en cada celda de 250 km<sup>2</sup>. La concentración espacial se calcula como el porcentaje de la población que vive en el 1 % más poblado de la superficie de cada celda. Las características geográficas y climáticas incluidas en el modelo (a nivel de celda) son temperatura, precipitaciones, altitud, rugosidad del suelo, calidad de este y distancia a la costa. La inclusión de estas variables explicativas permite interpretar el efecto fijo de región como la parte de la densidad y de la concentración poblacionales de dicha región que no puede ser explicada por sus características geoclimáticas. Dicho efecto fijo permite, por lo tanto, aproximar la presencia de ciertas anomalías en la distribución de la población.

El gráfico 2.1 confirma la singularidad española en términos de densidad de asentamientos. El eje vertical muestra el valor del efecto fijo de región en el modelo sin controles geoclimáticos, es decir, el promedio de la densidad de asentamientos de las celdas pertenecientes a cada región con respecto a la categoría omitida (la región de París). Puede observarse que una buena parte de las provincias españolas (representadas por puntos rojos) muestran los niveles más bajos de densidad de

1 Este recuadro resume una parte del análisis publicado en E. Gutiérrez, E. Moral-Benito, D. Oto-Peralías y R. Ramos (2020), *The spatial distribution of population in Spain: An anomaly in European perspective*, Documentos de Trabajo, n.º 2028, Banco de España.

2 Véase el análisis en G. Duranton y D. Puga (2020), «The economics of urban density», *Journal of Economic Perspectives*, 34 (3), pp. 3-26.

**LA DISTRIBUCIÓN ESPACIAL DE LA POBLACIÓN EN ESPAÑA (cont.)**

asentamientos, junto con otras regiones de países nórdicos, como Islandia, Noruega y Suecia.

Cuando se añaden los controles geoclimáticos (eje horizontal), el valor del efecto fijo se sitúa por encima de la categoría omitida en el caso de estas regiones nórdicas, de modo que su baja densidad de asentamientos puede explicarse completamente por sus características climáticas y orográficas. Por el contrario, muchas provincias españolas, después de tener en cuenta el efecto de los factores geoclimáticos, continúan con una densidad de asentamientos extraordinariamente baja. En particular, 16 de las 20 regiones con una mayor proporción de territorio vacío, después de incorporar las peculiaridades de su geografía y clima, pertenecen a España.

El gráfico 2.2 muestra el mismo análisis utilizando la concentración de la población como variable dependiente.

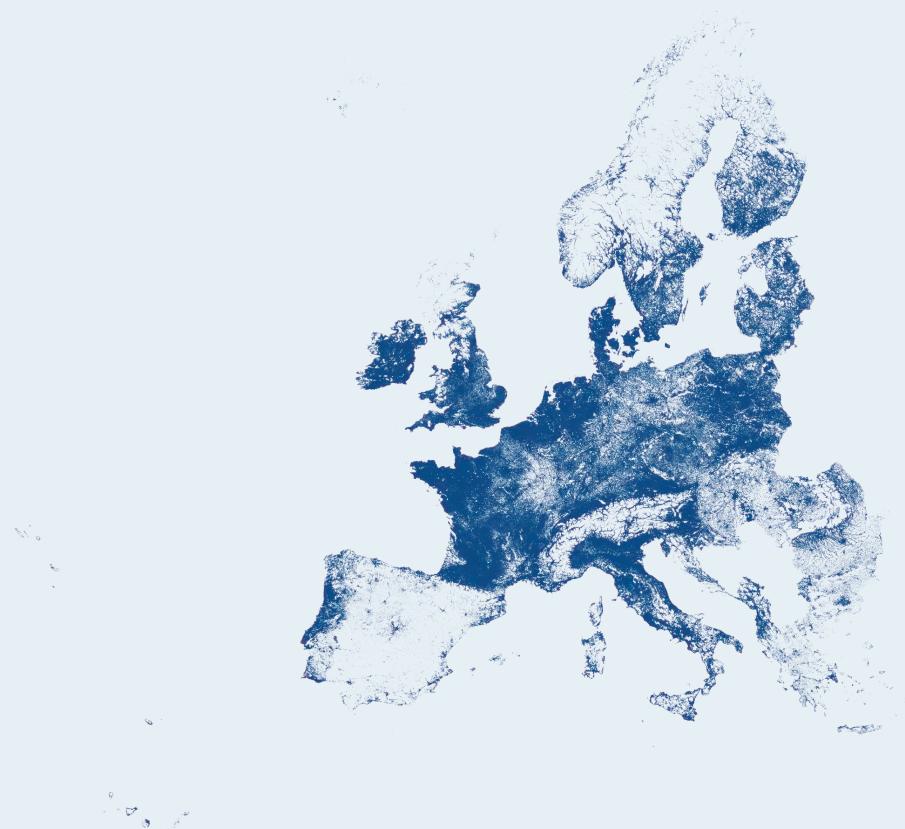
Puede observarse que muchas de las provincias españolas (destacadas en rojo) presentan los niveles de concentración más altos de las regiones de Europa, incluso después de tener en cuenta el efecto de los anteriores factores geoclimáticos.

De esta forma, conviene concluir que España muestra una distribución espacial de la población que es singular en el ámbito europeo. Por un lado, existe una alta proporción del territorio que está deshabitada. Por otro, los espacios habitados se caracterizan por presentar una concentración poblacional elevada. Además, si bien las características geoclimáticas de nuestro país influyen en la distribución territorial de la población, no pueden explicar, por sí solas, estos patrones idiosincrásicos. Sobre las causas de estos, cabe señalar que la literatura ha indicado algunas posibilidades. En particular, se ha

Gráfico 1

ESPAÑA PRESENTA UNA DENSIDAD DE ASENTAMIENTOS SINGULARMENTE BAJA EN COMPARACIÓN CON EL RESTO DE EUROPA

Únicamente el 13 % de las celdas de 1 km<sup>2</sup> del territorio español están pobladas (representadas por los puntos azules del mapa). Este porcentaje es el más bajo de la Unión Europea y está muy lejos de los valores correspondientes a países cercanos, como Francia, Italia, Alemania o Portugal.



FUENTE: Eurostat.

## LA DISTRIBUCIÓN ESPACIAL DE LA POBLACIÓN EN ESPAÑA (cont.)

documentado que el reducido porcentaje de territorio habitado no es un fenómeno reciente. Por ejemplo, ya en

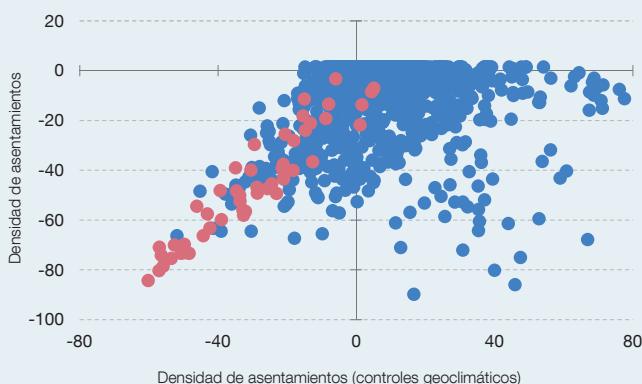
el siglo XVII existen testimonios que atestiguan la escasez de asentamientos en el territorio español<sup>3</sup>.

Gráfico 2

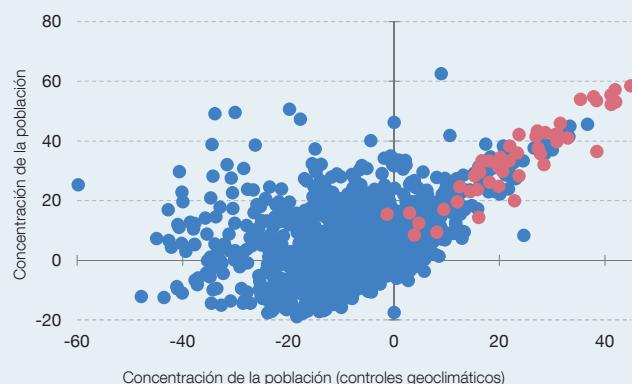
## LOS FACTORES GEOCLIMÁTICOS NO PUEDEN EXPLICAR POR SÍ SOLOS LA BAJA DENSIDAD DE ASENTAMIENTOS Y LA ALTA CONCENTRACIÓN DE LA POBLACIÓN EN ESPAÑA

Las provincias españolas, representadas por puntos rojos, muestran una mayor proporción de territorio vacío y una mayor concentración de la población en comparación con el resto de las regiones de Europa, incluso después de tener en cuenta la incidencia de los factores geoclimáticos.

1 DENSIDAD DE ASENTAMIENTOS (a)



2 CONCENTRACIÓN DE LA POBLACIÓN (a)



FUENTE: Gutiérrez *et al.* (2020).

a) Cada punto se refiere a la diferencia en densidad de asentamientos (o concentración de la población) de cada provincia europea respecto a la región de París, considerada la categoría omitida en este ejercicio. Por ejemplo, un valor de -20 indica que la densidad de asentamientos o la concentración de la población en una determinada provincia se sitúa 20 puntos porcentuales por debajo de París. Véase Gutiérrez *et al.* (2020) para más detalles sobre esta metodología.

3 Véase G. Brenan (1950), *The Spanish labyrinth: An account of the social and political background of the Spanish Civil War*, Cambridge, Cambridge University Press. A este respecto, algunos trabajos han señalado el período medieval de enfrentamiento entre los reinos cristianos y al-Andalus —caracterizado por la inestabilidad de las fronteras y por la exigencia de ocupar grandes cantidades de suelo con pocos efectivos humanos— como un evento histórico que podría haber modelado, al menos en parte, los patrones de asentamiento actuales. Para más detalles sobre esta hipótesis, véanse D. Oto-Peralías y D. Romero-Ávila (2016), «The economic consequences of the Spanish Reconquest: The long-term effects of medieval conquest and colonization», *Journal of Economic Growth*, 21, pp. 409-464, y D. Oto-Peralías (2020), «Frontiers, warfare, and economic geography: The case of Spain», *Journal of Development Economics*, 146, pp. 1-19.

## EL ÉXODO RURAL Y LA CONCENTRACIÓN DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA EN ESPAÑA

En el texto principal se ha vinculado el tardío proceso de desagrarianización de la economía española con la mayor concentración espacial de la población y de la actividad económica que se observa en la actualidad respecto a otros países. El objetivo de este recuadro es presentar detalles sobre esta relación y analizar algunos mecanismos que la justifican<sup>1</sup>.

El proceso de desarrollo económico de las naciones se caracteriza por la caída de la demanda relativa de los productos agrícolas en favor de los productos industriales y los servicios. Esta transformación de la estructura económica de los países supone un reto para aquellas regiones cuya actividad principal en las etapas iniciales del desarrollo es la agricultura. En particular, el devenir económico de las regiones agrícolas depende de su capacidad para industrializarse, ya que, si no lo hacen, sus habitantes migrarán hacia aquellas con un sector industrial más dinámico que ofrezcan mejores perspectivas laborales. Siempre se ha considerado que la capacidad de industrialización de las regiones inicialmente agrícolas depende de su convergencia, en términos de productividad, con las más industrializadas. Sin embargo, la evolución de los costes de migración y el comercio interregional pueden ser factores determinantes. Por ejemplo, una reducción de los costes internos de migración y de comercio permite a las regiones más industrializadas atraer a una mayor cantidad de trabajadores y, a la vez, vender sus productos al resto de las regiones, aumentando el grado de concentración espacial de la industria.

En efecto, si bien las diferentes provincias españolas experimentaron un notable proceso de convergencia de sus productividades relativas a partir de mediados del siglo XX, las eminentemente agrícolas no lograron industrializarse y experimentaron flujos migratorios hacia las provincias con mayor peso de la industria. Según la información sobre la productividad media del trabajo en cada sector y provincia desde 1940, se observa que las provincias con mayor crecimiento en la productividad del sector industrial a partir de 1940 fueron precisamente las que presentaban un menor nivel de productividad inicial. Además, este patrón de convergencia también se observa en la agricultura, en los servicios y en la construcción (véase gráfico 1).

Sin embargo, a pesar de esta convergencia de las productividades relativas, las provincias inicialmente más agrícolas sufrieron grandes pérdidas de población en favor de provincias con mayor peso de la industria, sobre todo entre 1950 y 1970. Por ejemplo, Ávila, Jaén, Lugo o Teruel —que en 1940 concentraban más de dos tercios de su empleo en la agricultura— perdieron habitantes, mientras que provincias más industriales, como Barcelona, Madrid, Valencia o Vizcaya —en las que la agricultura representaba menos de un tercio del empleo en 1940—, atrajeron considerables flujos de población (véase gráfico 2). El resultado de este intenso proceso migratorio interprovincial es visible en la actualidad, en la medida en que la mayoría de las provincias inicialmente especializadas en el sector agrícola no han recuperado los niveles registrados en 1940, pese al crecimiento sustancial de la población a nivel nacional.

Estos desarrollos suponen una cierta paradoja a la luz de los modelos tradicionales de cambio estructural. A diferencia de lo observado en el caso español, estos modelos predicen, para unos costes de transporte y de migración fijos, la industrialización de las regiones agrícolas capaces de converger en términos de su productividad relativa. Por ello, para analizar la experiencia española de desarrollo y sus implicaciones en la distribución espacial de la actividad, es fundamental tener en cuenta mecanismos adicionales relacionados con la caída de los costes de comercio y de migración y con la evolución de las productividades sectoriales relativas entre regiones.

Con el objetivo de cuantificar la importancia de los distintos mecanismos que influyen en la dimensión geográfica del desarrollo y en el cambio estructural, se considera un modelo macroeconómico de cambio estructural con migración y comercio interno<sup>2</sup>. En concreto, el modelo plantea una economía compuesta por cuatro sectores de actividad (agricultura, construcción, manufacturas y servicios) y un conjunto de provincias. En cada provincia y sector hay múltiples productores potenciales, pero solo las empresas más productivas sobreviven a la competencia a nivel nacional. Asimismo, los bienes y servicios producidos por los sectores y consumidos por los hogares están sujetos a costes de

1 Este recuadro resume una parte del análisis desarrollado en Budí-Ors y J. Pijoan-Mas (2021), «Migration, Trade, and Structural Change», *mimeo*.

2 El lector interesado puede consultar los elementos fundamentales de este tipo de modelos en L. Caliendo, M. Dvorkin y F. Parro (2019), «Trade and Labor Market Dynamics: General Equilibrium Analysis of the China Trade Shock», *Econometrica*, 87, pp. 741-835, y en M. Morten y J. Oliveira (2018), *The Effects of Roads on Trade and Migration: Evidence from a Planned Capital City*, NBER Working Paper 22158.

## EL ÉXODO RURAL Y LA CONCENTRACIÓN DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA EN ESPAÑA (cont.)

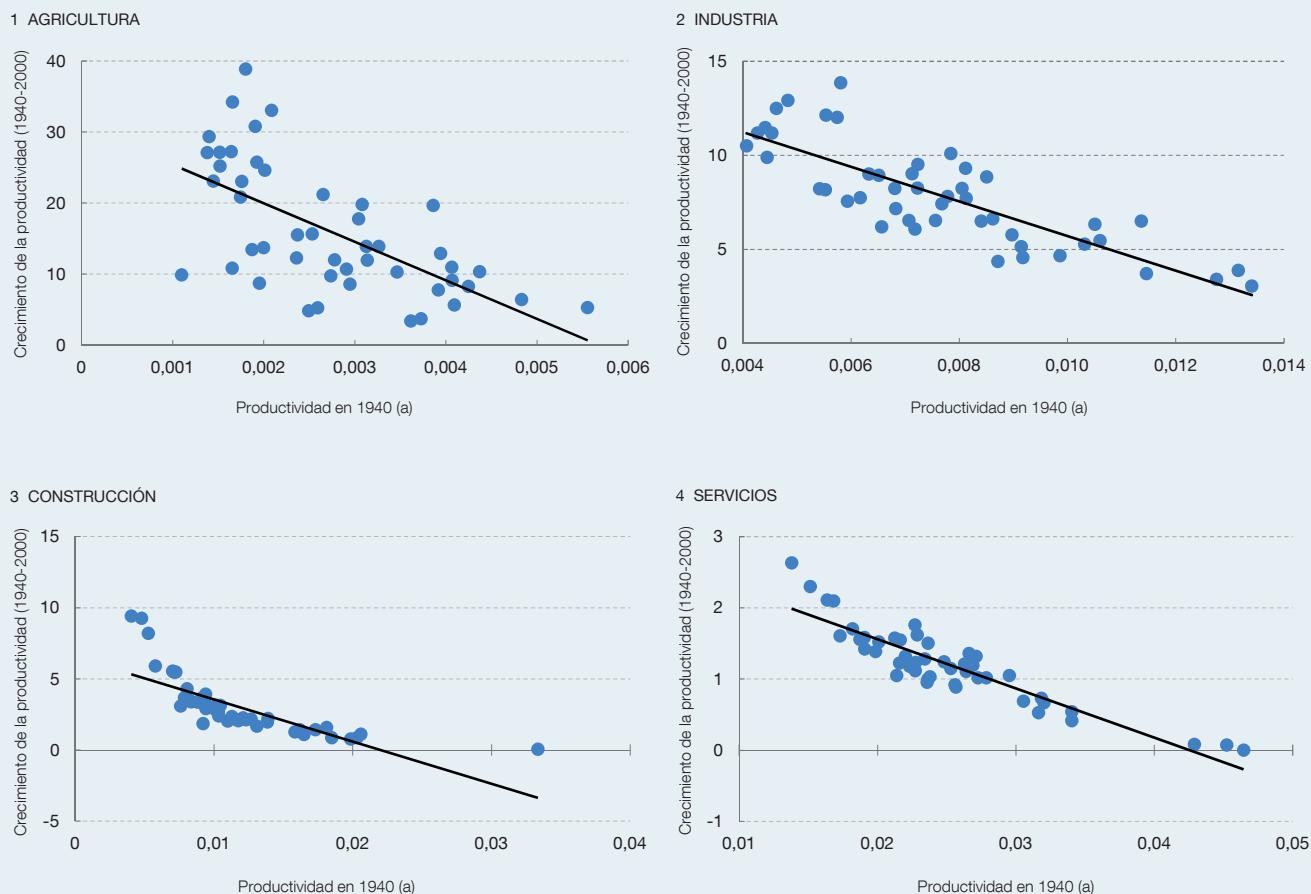
comercio interprovincial heterogéneos entre sectores y provincias. A su vez, los trabajadores pueden escoger migrar a las provincias que ofrecen mejores oportunidades, pero siempre sujetos a los costes de migración y a sus propias preferencias por vivir en determinadas zonas. En este contexto, la distribución de ventajas comparativas entre provincias es clave para el desarrollo de distintos sectores. Así, las provincias con una industria más productiva tenderán a atraer a trabajadores del resto de las provincias para producir bienes y venderlos en todo el país. En cambio, las provincias importadoras de bienes industriales reducirán su producción industrial, concentrándola en el subconjunto de bienes en los que son más productivas. Por consiguiente, el crecimiento de

la productividad industrial en las provincias que no se industrializan se debe, en parte, a un efecto de composición. La importancia de este mecanismo será mayor cuanto mayores sean las diferencias de productividad sectorial entre regiones y menores sean los costes de comercio y de migración interprovinciales.

A través de una caída en los costes de migración y de transporte, los mecanismos del modelo permiten racionalizar la paradójica experiencia española de desarrollo, caracterizada por la despoblación de regiones inicialmente agrícolas, asociada al cambio estructural pese a la convergencia en productividades. Esta sería la evolución si la reducción de esos costes fuese más rápida

Gráfico 1  
LA PRODUCTIVIDAD DE LAS PROVINCIAS ESPAÑOLAS HA CONVERGIDO EN TODOS LOS SECTORES DE ACTIVIDAD

Aquellas provincias que presentaban niveles de productividad más reducidos en 1940 experimentaron mayores crecimientos de la productividad en las décadas posteriores. Este patrón de convergencia se observa en todos los sectores de actividad.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Fundación BBVA.

a La productividad en 1940 se refiere a millones de pesetas por trabajador.

## EL ÉXODO RURAL Y LA CONCENTRACIÓN DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA EN ESPAÑA (cont.)

que la convergencia en productividades de las provincias menos desarrolladas. Si bien no existe una fuente de información que permita cuantificar de forma precisa la disminución de los costes de transporte en España, cabe mencionar algunas cifras puntuales que apuntan a un descenso muy significativo en los años del éxodo rural. Por ejemplo, la aparición del Seat 600 en la década de los cincuenta supuso la generalización del uso del automóvil, de manera que entre 1950 y 1960 el número de turismos se triplicó, el de camiones se duplicó y el de autobuses creció un 50 %. Con el objetivo de hacer frente al inusitado aumento de los desplazamientos, se pusieron en marcha proyectos de modernización y ampliación de la red de carreteras, como el Plan de Modernización de las Carreteras de 1962 o el Plan REDIA de 1965. De acuerdo con la información del Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana<sup>3</sup>, la red nacional de carreteras pasó de 139.212 kilómetros en 1970 a 155.675 kilómetros a finales de la década de los ochenta. Nótese que este aumento del 12 % en dos décadas no tiene en cuenta la mejora de la calidad y de la anchura de las carreteras, y contrasta con el aumento del 1 % observado en las dos últimas décadas.

En efecto, el descenso de los costes de transporte de mercancías y de los costes de migración permite la concentración de empleo industrial en unas pocas regiones líderes, que exportan sus productos a las regiones agrícolas a pesar del crecimiento relativo de la productividad industrial en estas últimas. En cambio, debido a su naturaleza menos comercializable, los servicios o la construcción no se concentran en determinadas zonas del territorio con la misma intensidad. Como resultado, el patrón de cambio estructural en las regiones inicialmente agrícolas exhibe una caída del empleo en agricultura, que se reasigna a la producción de servicios o a la construcción en la misma provincia o a la producción de manufacturas en otras regiones, pero no a una industria local. Por su parte, las regiones industriales, con poco empleo en agricultura en 1940, aumentaron su empleo en manufacturas y su tamaño poblacional gracias a la llegada de los trabajadores agrícolas de otras regiones.

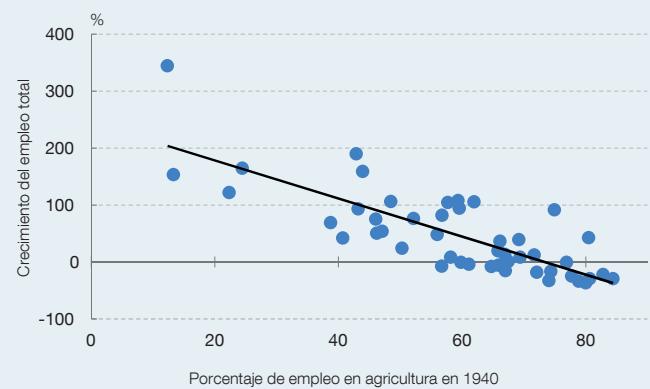
A modo de ilustración, este patrón se observa de forma muy marcada en dos provincias representativas de cada grupo: Jaén y Vizcaya (véase gráfico 3). Entre 1940 y

Gráfico 2

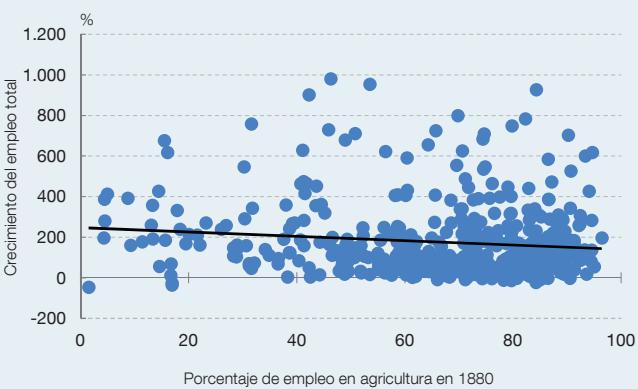
EL EMPLEO TOTAL SE REDUJO DE FORMA SIGNIFICATIVA EN AQUELLAS PROVINCIAS CON MAYOR PESO DE LA AGRICULTURA EN 1940

Las provincias que presentaban un mayor peso del empleo en agricultura en 1940 fueron las que perdieron empleo en las décadas posteriores. Asimismo, las provincias en las que el trabajo agrícola tenía menos peso en 1940 experimentaron aumentos significativos de su empleo total a partir de entonces. Sin embargo, este patrón no se observa en Estados Unidos, cuyo proceso de cambio estructural se inició en 1880.

1 VARIACIÓN DEL EMPLEO TOTAL Y PESO INICIAL DEL EMPLEO AGRÍCOLA EN LAS PROVINCIAS ESPAÑOLAS (1940-2001)



2 VARIACIÓN DEL EMPLEO TOTAL Y PESO INICIAL DEL EMPLEO AGRÍCOLA EN LAS REGIONES DE ESTADOS UNIDOS (1880-1940)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Fundación BBVA y US Census.

3 Véase Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana, *Catálogo y evolución de la red de carreteras*.

## EL ÉXODO RURAL Y LA CONCENTRACIÓN DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA EN ESPAÑA (cont.)

1980, Jaén pierde 100.000 empleos en la agricultura. Sin embargo, a diferencia del patrón clásico de cambio estructural, no se aprecia ningún crecimiento del empleo provincial en la industria o en la construcción, y solo un leve aumento en el sector servicios. Los 100.000 trabajadores expulsados del campo no encuentran nuevos trabajos en Jaén, sino que migran a otras provincias. En cambio, Vizcaya genera 80.000 empleos en la industria y 100.000 en los servicios a lo largo del mismo período (1940-1980). Parte de estos trabajadores podrían proceder de la agricultura de Vizcaya, que pierde 30.000 empleos, pero el resto viene de otras provincias. Como resultado, Jaén pierde el 40 % de su empleo inicial, mientras que Vizcaya más que duplica su tamaño, en un proceso de migración interprovincial e intersectorial.

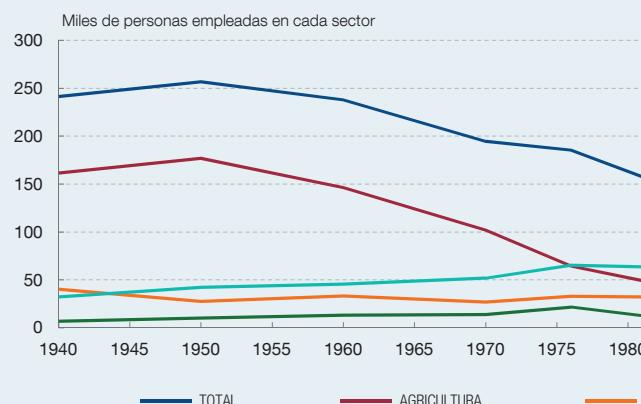
Finalmente, cabe destacar que estos patrones de desarrollo de la economía española contrastan con los de otros países. Por ejemplo, la evidencia disponible

para Estados Unidos muestra que las regiones inicialmente agrícolas sí consiguieron, en líneas generales, industrializarse y crecer en términos de población<sup>4</sup>. En concreto, la relación entre la proporción inicial de empleo agrícola y el crecimiento del empleo regional es muy débil en el caso de este país entre 1880 y 1940, período en el que tuvo lugar su transformación estructural (véase gráfico 2). Una explicación plausible, basada en la teoría descrita en este recuadro, es el hecho de que los costes de transporte/comercio y de las migraciones internas a finales del siglo XIX eran inasumibles para la mayoría de los agentes económicos, lo que dio lugar a que cada región, incluidas las inicialmente agrícolas, tuviera que desarrollar su propio sector industrial. Por lo tanto, se concluye que la magnitud de las barreras al comercio y de las migraciones internas en las primeras etapas de la industrialización es un destacado determinante del grado de concentración espacial de la actividad económica de un país.

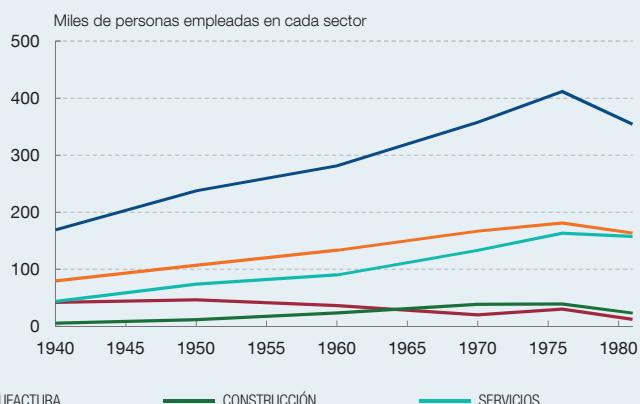
Gráfico 3  
LAS CONSECUENCIAS DE LAS MIGRACIONES ENTRE PROVINCIAS EN EL EMPLEO DE LOS DIFERENTES SECTORES EN LOS CASOS DE JAÉN Y VIZCAYA

Jaén, una provincia eminentemente agrícola en 1940, experimentó una caída significativa en el empleo total debido a la pérdida de empleo agrícola, que no se vio acompañada de un aumento del empleo en otros sectores productivos. Vizcaya, una provincia eminentemente industrial en 1940, experimentó un aumento significativo de su empleo total debido al crecimiento del empleo en industria y servicios, pese a la pérdida de dinamismo del empleo agrícola.

1 EL EMPLEO SECTORIAL EN JAÉN



2 EL EMPLEO SECTORIAL EN VIZCAYA



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Fundación BBVA.

4 Véase F. Eckert y M. Peters (2018), «Spatial structural change», *mimeo*.

## ÍNDICE DE IMÁGENES

Chaflán de Cibeles. Autor: Luis Asín. © Banco de España PORTADA

Pablo Hernández de Cos, gobernador del Banco de España. Autor: Daniel Santamaría. © Banco de España 10

Vista parcial del Banco de España desde la plaza de Cibeles. Autor: Vis-Tek. © Banco de España 44

Escalera principal de la ampliación de 1927, con vidriera de la casa Maumejean. Autor: Luis Asín. © Banco de España 120

Escalera helicoidal del Edificio Cierre que proyectó Rafael Moneo. Autor: Luis Asín. © Banco de España 218

Chaflán de Rafael Moneo. Autor: Luis Asín. © Banco de España 268



## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.). La lista completa de las publicaciones del Banco de España se encuentra en su sitio web, en <https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/Relacionados/Fic/Catalogopublicaciones.pdf>.

La mayor parte de estos documentos están disponibles en formato PDF y se pueden descargar gratuitamente en el sitio web del Banco de España, en <https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/>. Los restantes pueden solicitarse a [edicionpublicaciones@bde.es](mailto:edicionpublicaciones@bde.es).

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro,  
siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2021  
ISSN: 1579 - 8615 (edición electrónica)  
Depósito legal: M. 26000-2003

## SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Pùblicas	FSE	Fondo Social Europeo
ABE	Autoridad Bancaria Europea	IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	ICO	Instituto de Crédito Oficial
ANFAC	Asociación Nacional de Fabricantes de Automóviles y Camiones	IFM	Instituciones Financieras Monetarias
BCE	Banco Central Europeo	IGAE	Intervención General de la Administración del Estado
BCN	Bancos Centrales Nacionales	IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
BE	Banco de España	INE	Instituto Nacional de Estadística
BOE	Boletín Oficial del Estado	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BPI	Banco de Pagos Internacionales	IPC	Índice de Precios de Consumo
CBE	Circular del Banco de España	IPI	Índice de Producción Industrial
CE	Comisión Europea	IPRI	Índice de Precios Industriales
CCAA	Comunidades Autónomas	IPSEBENE	Índice de Precios de Servicios y de Bienes Elaborados No Energéticos
CCLL	Corporaciones Locales	ISFLSH	Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CEM	Confederación Española de Mutualidades	NEED	Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española	OBS	Obra Benéfico-Social
CFG	Crisis Financiera Global	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
CNE	Contabilidad Nacional de España	OM	Orden Ministerial
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
DEG	Derechos Especiales de Giro	OSR	Otros Sectores Residentes
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
DGT	Dirección General de Tráfico	PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	PIB	Producto Interior Bruto
EC	Entidades de crédito	PIBpm	Producto Interior Bruto a precios de mercado
EFC	Establecimientos financieros de crédito	PNB	Producto Nacional Bruto
Eonia	Índice medio del tipo de interés del euro a un día ( <i>Euro Overnight Index Average</i> )	RD	Real Decreto
Euríbor	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros ( <i>Euro Interbank Offered Rate</i> )	Sareb	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria
Eurostat	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
EPA	Encuesta de población activa	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
FAAF	Fondo para la Adquisición de Activos Financieros	SEPE	Servicio Público de Empleo Estatal
FEADER	Fondo Europeo Agrícola de Desarrollo Rural	SME	Sistema Monetario Europeo
FEAGA	Fondo Europeo Agrícola de Garantía	TAE	Tasa Anual Equivalente
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	UE	Unión Europea
FEP	Fondo Europeo de Pesca	UEM	Unión Económica y Monetaria
FFPP	Fondos de Pensiones	UE-15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
FGD	Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito	UE-25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	UE-27	Países componentes de la Unión Europea desde 1.1.2007
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria	UE-28	Países componentes de la Unión Europea desde 1.7.2013
FMI	Fondo Monetario Internacional	VNA	Variación Neta de Activos
FMM	Fondos del Mercado Monetario	VNP	Variación Neta de Pasivos

## SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

De acuerdo con la práctica de la UE, los países están ordenados según el orden alfabético de los idiomas nacionales.

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (lev búlgaro)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EUR (euro)
IE	Irlanda	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
HR	Croacia	HRK (kuna)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	EUR (euro)
LV	Letonia	EUR (euro)
LT	Lituania	EUR (euro)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forint húngaro)
MT	Malta	EUR (euro)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (zloty polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
RO	Rumanía	RON (nuevo leu rumano)
SI	Eslovenia	EUR (euro)
SK	Eslovaquia	EUR (euro)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	Estados Unidos	USD (dólar estadounidense)

## ABREVIATURAS Y SIGNOS

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
m€/me	Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
pb	Puntos básicos.
pp	Puntos porcentuales.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
T <sub>j</sub> <sup>i</sup>	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
m <sub>j</sub>	Tasa de crecimiento básico de período j.
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese período y el siguiente. Dato no disponible.
...	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
—	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.
0,0	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.