

PRESENTACIÓN

*Carlos Cuerpo**
*Javier Vallés***

La recuperación económica mundial se afianzó en el año 2021, si bien diversos factores amenazan su intensidad al comienzo de 2022. Por un lado, la imposición de nuevas restricciones sanitarias ante la aparición de la variante ómicron y, por otro, la persistencia en los desajustes de la oferta de determinados bienes y en el alza de los precios de la energía han elevado la incertidumbre sobre el crecimiento en las distintas áreas geográficas.

La prioridad de la comunidad internacional en el frente sanitario es controlar el virus en todo el mundo. Por ello se debe conseguir, en primer lugar, una mayor equidad en la distribución global de las vacunas, elevando los niveles de vacunación en cada país. En segundo lugar, en el frente económico, la recomendación de las instituciones internacionales es ajustar el apoyo de las políticas económicas mientras se afianza la recuperación, con un creciente énfasis en la necesidad de hacer frente a los legados de la crisis, garantizando la estabilidad financiera y la sostenibilidad fiscal en el largo plazo.

Tras un crecimiento del PIB mundial del 5,9 % en 2021, el Fondo Monetario Internacional (FMI) acaba de revisar a la baja sus previsiones para 2022 hasta el 4,4 %. Más allá de la evolución de la crisis sanitaria y del nivel de apoyo por parte de las políticas de demanda, la posible pérdida de vigor de la recuperación vendrá condicionada por la superación de los cuellos de botella que afectan a las cadenas de valor globales y por la progresiva normalización de las presiones inflacionistas.

La elevada inflación y su persistencia por más tiempo del inicialmente estimado es un fenómeno global, pero que está siendo muy visible en EE UU y, en menor medida, en la zona euro, donde las expectativas de inflación a medio plazo siguen ancladas en el entorno del 2 %. Las elevadas tasas de inflación en el conjunto de la Unión Económica y Monetaria (UEM) a lo largo de 2021 y al inicio de 2022 se explican, sobre todo, por la contribución de los precios de la energía. Hay que recordar que los países miembros de la UEM son muy dependientes de la energía externa, por lo que la perturbación actual supone un deterioro de la relación real de intercambio y, por tanto, una pérdida real de la renta de familias y empresas.

* Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital.

** Banco de España.

PRESENTACIÓN

En España, la recuperación económica ha ganado intensidad gracias al éxito de la campaña de vacunación y al amplio abanico de medidas de apoyo desplegado. El porcentaje de la población que en España ha completado la pauta de vacunación de dos dosis casi alcanza el 90 %, por encima de la media de la UE (75 %) y de las grandes economías de la zona euro. Además, las distintas medidas de política económica adoptadas han sido un soporte de rentas e ingresos para empresas, trabajadores y hogares. En un primer momento, medidas de amplio espectro, como los Expedientes de Regulación Temporal de Empleo (ERTE) o los préstamos COVID-19 con aval del Estado canalizados a través del Instituto de Crédito Oficial (ICO), protegieron a trabajadores y empresas en un entorno de alta incertidumbre. Posteriormente, con la recuperación incipiente, se adoptaron medidas complementarias más orientadas a segmentos específicos del tejido productivo que, por sus características, se vieron más afectados por las consecuencias de la pandemia. A esta segunda fase corresponden medidas como las ayudas directas a empresas y autónomos o el código de buenas prácticas para la renegociación de financiación con aval del Estado del Real Decreto-ley 5/2021, de 12 de marzo, de medidas extraordinarias de apoyo a la solvencia empresarial en respuesta a la pandemia de la COVID-19.

Estas medidas de política económica han permitido que la recuperación de la economía española siga un patrón más rápido y equilibrado que el observado en crisis anteriores. El incremento del desempleo durante la parte más dura de la pandemia fue mucho menor que el esperado y la recuperación de los niveles de afiliación y empleo pre-COVID-19 ha sido mucho más rápida que en ocasiones anteriores. Igualmente, los ingresos públicos han sorprendido al alza en 2021 y se encuentran ya prácticamente en los niveles prepandemia, ayudando a que el déficit y la deuda públicos ya hayan tomado en 2021 una senda descendente. Además, la financiación a hogares y sociedades no financieras se ha mantenido estable durante toda la pandemia sin que aparezcan episodios de racionamiento del crédito.

Mirando al futuro, la recuperación cíclica de la economía española debe abrir paso a un proceso de transformación estructural impulsado por el Plan Nacional de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR). La aprobación del PRTR es un hito de la política económica española por su ambición inversora y reformista y por el volumen de fondos que pretende canalizar. El Plan contempla la transformación de la economía española entorno a cuatro grandes ejes estratégicos: la transición ecológica, la transformación digital, la cohesión social y territorial y la igualdad de género. Alrededor de estos cuatro pilares se ha diseñado un ambicioso plan compuesto por 102 reformas y 110 inversiones por valor de más de 69.000 millones de euros llamados a impulsar el crecimiento estructural de la economía española. Además, la financiación de estas inversiones a través de las transferencias del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia permitirá incrementar el esfuerzo inversor del sector público al mismo tiempo que se reducen el déficit y la deuda públicos.

En este entorno nacional e internacional es en el que el presente monográfico de *Información Comercial Española, Revista de Economía*, titulado «La crisis de la COVID-19: el camino de la recuperación», continúa la evaluación de la crisis de la

COVID-19 iniciada en el anterior monográfico. Si el número 923 se centraba en el impacto económico de la pandemia, este número 924 trata de completar la evaluación con un análisis de diferentes aspectos que determinarán la intensidad de la recuperación. Hay que insistir en el carácter preliminar del análisis, dado que la pandemia todavía está presente a nivel global y que el camino de la recuperación, como se ha comentado anteriormente, está rodeado de importantes focos de incertidumbre.

Los tres primeros trabajos hacen una revisión de la situación económica de las economías del G20 tras los casi dos años de pandemia, estudian el papel tan relevante que están desempeñando las políticas fiscales en las economías avanzadas y describen cuál está siendo la respuesta multilateral para aliviar el impacto de la pandemia en las economías en desarrollo.

Aida Caldera Sanchez y Nigel Pain analizan la situación económica global a finales de 2021. La actividad mundial se recuperó a mediados de 2021 pero todavía estaba por debajo del nivel tendencial previo a la pandemia, con el riesgo que ello supone de producir efectos persistentes negativos en determinados colectivos de hogares y empresas. Además, la recuperación está siendo muy desigual por países, tanto desarrollados como emergentes, y por sectores de actividad.

El proceso de vacunación y el mantenimiento de las medidas de apoyo por parte de las autoridades ha permitido una rápida recuperación de la demanda. Sin embargo, a nivel global, se han presentado problemas de abastecimiento y logísticos en la oferta de algunos bienes, así como, a nivel nacional, en la disponibilidad de trabajadores en algunos sectores. Estos factores, junto al aumento de los precios de la energía, está causando un incremento significativo de los índices de precios al consumo.

La previsión es que a lo largo de 2022-2023 se normalice la demanda y se acomode la capacidad de producción de forma que las presiones de precios vayan desapareciendo. A pesar de la aparición de nuevas variantes del virus y la persistencia en las restricciones de oferta, la mayoría de los países desarrollados recuperarán su nivel de actividad en 2023 aunque con niveles de deuda mayores y retos para elevar el crecimiento potencial. Los países emergentes, sin embargo, presentan, en promedio, una recuperación más retrasada. Aunque se espera que las tasas de inflación alcancen su máximo en la primera parte de 2022, existe el riesgo de que continúen los problemas de oferta y el incremento en los precios de la energía. En este contexto de incertidumbre se recomienda no eliminar de forma abrupta las medidas de apoyo establecidas durante la pandemia. Además, las reformas económicas deben dirigirse a paliar las consecuencias de la crisis y lograr un crecimiento sostenible.

El trabajo de **Francisco de Castro Fernández, Carlos Martínez Mongay y Javier Yániz Igal** revisa las características de la política fiscal, instrumento de política económica fundamental para explicar la intensidad de la recuperación, en las principales economías avanzadas. El estudio se centra en Estados Unidos y en la eurozona, así como los posibles desarrollos futuros de la política fiscal en cada una de las dos grandes economías.

PRESENTACIÓN

Tradicionalmente, los estabilizadores automáticos son más relevantes en la zona euro, de forma que en 2020 y 2021 el componente discrecional de la política fiscal ha sido superior en EE UU. Estos impulsos fiscales han permitido la recuperación de la demanda interna, en especial del consumo. La composición de los paquetes fiscales también ha sido diferente, con un mayor apoyo directo a hogares y empresas en los diferentes programas de EE UU, mientras que en Europa han tenido más importancia los recursos destinados a las garantías de los préstamos.

En la zona euro la activación de la cláusula de salvaguardia prevista en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) ha permitido a los Estados miembros desviarse del ajuste presupuestario requerido en el medio plazo. Ello posibilitó el funcionamiento completo de los estabilizadores automáticos y la aprobación de programas discrecionales de mayores gastos y menores ingresos. Igualmente, se flexibilizaron las reglas de ayudas de Estado para el acceso de las empresas a garantías e inyecciones de capital. Al mismo tiempo, la Comisión puso en marcha programas de apoyo y otras instituciones europeas como el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) o el Banco Europeo de Inversiones (BEI) también han aprobado recursos financieros adicionales. Sin embargo, la intensidad de la respuesta fiscal ha sido diferente entre países, como se observa en los distintos incrementos del déficit y de la deuda pública.

Las medidas de emergencia y de estímulo aprobadas en EE UU en 2020 y 2021 superaron los tres billones de dólares en cada año. Durante la Administración Trump el programa de ayudas más relevante se encontraba en la Ley para la Ayuda, Alivio y Seguridad económica (CARES, por sus siglas en inglés) y, ya bajo el mandato de Biden, se puso en marcha el *American Rescue Plan*. Ambas leyes incorporaban ayudas directas a las familias, ampliación de los programas de desempleo estatales, así como préstamos y subvenciones para pymes como actuaciones más relevantes.

La Administración americana tiene pendiente de aprobar un programa de inversiones públicas a largo plazo, así como de protección social para las familias. Ello podría conllevar en el futuro un incremento significativo del tamaño del sector público y de la potencia de los estabilizadores automáticos en EE UU. También con una perspectiva de largo plazo, la zona euro ha puesto en marcha el programa Next Generation EU (NGEU). Su principal objetivo es reforzar el crecimiento potencial, apoyando la transformación económica y promoviendo las reformas estructurales.

Pablo Moreno analiza la respuesta multilateral a la crisis sanitaria y pasa revista al estado de los distintos instrumentos financieros de cara a apoyar en el futuro los retos de sostenibilidad social y ambiental.

La respuesta del conjunto de las Instituciones Financieras Internacionales (IFI) se puede calificar de ágil al ampliar los límites de acceso al apoyo financiero y ha acelerado los procedimientos de aprobación de los programas de emergencia. No obstante, el principal déficit es la inequidad en el acceso a las vacunas para los países de renta media y baja (PRBM), a pesar de la puesta en marcha del programa de distribución COVAX. Las diferentes líneas de apoyo financiero también han sido persistentes dado

que han continuado en 2021 y están abiertos a continuar pasando de la línea de emergencia a la convencional. En este sentido, la nueva asignación de Derechos Especiales de Giro (DEG) aprobado por el FMI y la posibilidad de prestarlo a los PRBM favorecerá su recuperación económica.

El reto de medio plazo es el de la sostenibilidad social y medioambiental en un contexto en el que la pandemia ha acentuado los problemas de desigualdad y ha reducido el margen de maniobra en la mayoría de los PRBM que se enfrentan a mayores vulnerabilidades financieras. La agenda está marcada por el cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de Naciones Unidas, pero será necesario reimpulsarlos, alineando los esfuerzos financieros públicos y privados a nivel nacional, regional y multilateral.

Los siguientes dos trabajos se centran en algunas de las políticas económicas más relevantes desarrolladas a nivel europeo en respuesta a la pandemia. La política macroprudencial y la política monetaria, así como la aprobación de los fondos europeos *Next Generation*.

Alejandra Kindelán y Antonio Cortina describen cómo las políticas monetarias y macroprudenciales han jugado un importante papel anticíclico y han permitido que la política fiscal sea más eficiente que en crisis anteriores.

Por primera vez en una crisis europea la política macroprudencial ha jugado un papel relevante. Entre las actuaciones hay que destacar la reducción de los colchones de capital, los cambios en la normativa de provisiones para agilizar la canalización de la política fiscal o la restricción en la distribución de dividendos para tratar de reforzar la capitalización de las entidades de crédito. Aunque los autores juzgan que no todas las medidas han tenido la misma efectividad, sí consideran que han contribuido en su conjunto a que el sector financiero tuviera un papel activo en el apoyo al sector privado no financiero.

La acción del Banco Central Europeo (BCE) fue contundente y rápida para garantizar la estabilidad de los mercados financieros, asegurar el flujo de crédito al sector privado y acomodar la expansión fiscal financiera. Sin embargo, hay que recordar el difícil contexto en que se encontraba la política monetaria por el descenso sostenido de los tipos de interés reales, unas expectativas de inflación bajas y las consideraciones cada vez más relevantes sobre la estabilidad financiera.

La actual situación de reversión de las medidas se hace compleja por el afloramiento de las tensiones de precios, así como por el ritmo de retirada de las medidas fiscales y monetarias de manera combinada. Esta novedosa situación se realizará en un contexto en que el BCE ha revisado su estrategia de política monetaria y en el que la recuperación económica no se ha producido de forma completa.

Daniel Alonso, Iván Kataryniuk, Carlos Moreno y Javier J. Pérez desarrollan las características de los fondos Next Generation EU (NGEU) y conjeturan sobre cuáles pueden ser las claves del éxito en la distribución entre EE MM.

El programa NGEU está compuesto de transferencias y préstamos a realizar por parte de la UE a los EE MM en el periodo 2021-2026 y persigue 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. España es uno de los países que más fondos recibirán como consecuencia del mayor impacto de la pandemia sobre la actividad económica, pero, en general, se observan grandes diferencias entre países en el volumen de recursos asignado y su relación con los efectos económicos de la crisis. También se encuentran diferencias significativas en los contenidos de los Planes de Recuperación y Resiliencia nacionales, así como en la gobernanza de cada uno de ellos.

La deuda contraída por la UE en los mercados durante los próximos años para financiar el NGEU es un paso importante en la emisión de deuda supranacional que se prevé reembolsar a partir de 2028 con la creación de nuevas figuras impositivas.

Los autores analizan las estimaciones en la literatura sobre los efectos económicos de estos fondos y plantean los factores que pueden afectar a la magnitud del multiplicador fiscal. Para hacer un seguimiento adecuado de estos efectos es imprescindible un esfuerzo de transparencia por parte de todas las Administraciones públicas. En cualquier caso, a pesar de las incertidumbres sobre su impacto global, hay que dar la bienvenida a los fondos NGEU por lo que suponen en el proceso de integración europea, tanto como mecanismo de estabilización supranacional como en la creación de activos seguros en euros.

Los siguientes cuatro artículos se centran en analizar algunos de los sectores claves que condicionarán la intensidad y la velocidad de la recuperación. Por un lado, el Plan Nacional de Recuperación, Transformación y Resiliencia está llamado a impulsar la transformación verde y digital de la economía española. Por otro lado, la fortaleza del sector bancario para facilitar el acceso a la financiación externa de hogares y empresas, la situación económico-financiera de las empresas, en particular las de menor dimensión, y la actividad del sector exterior son aspectos relevantes en el caso de determinar el nivel de actividad de la economía española en los próximos años.

Elena Aparici Vázquez de Parga presenta el Plan Nacional de Recuperación, Transformación y Resiliencia, los principios en los que se basa, repasa su contenido y apunta su potencial impacto sobre la economía española.

La respuesta de la Unión Europea a la pandemia ha sido cualitativamente distinta a la reacción en crisis económicas anteriores. Estas diferencias se sustentan en la ambición del paquete *Next Generation EU*, tanto por el volumen de inversiones a canalizar, como por su afán reformista y en los instrumentos empleados, que incluyen transferencias a los Estados miembros financiadas con la emisión de deuda por parte de la Comisión Europea.

El Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR) español es un hito en la respuesta de política económica diseñado para impulsar la transformación de la economía a través de inversiones y reformas. El PRTR se articula entorno a cuatro grandes ejes (transición ecológica, transformación digital, cohesión social y territorial e igualdad de género) que despliegan inversiones por valor de unos 70.000 millones de euros y un

conjunto ambicioso de reformas. La ejecución del Plan elevará el crecimiento potencial, movilizará fondos privados y reforzará el estado del bienestar.

Además, en su trabajo Elena Aparici Vázquez de Parga describe las principales líneas de inversión y reforma que contiene el PRTR y explica su gobernanza, en la que se involucran distintos niveles de la Administración, los agentes sociales y las instituciones europeas.

Santiago Carbó Valverde analiza el papel que ha tenido el sistema financiero durante la pandemia y evalúa el papel que el sector puede jugar en la recuperación, condicionado por los desafíos de medio y largo plazo a los que este se enfrenta como la digitalización o la competencia de las *BigTech*. Frente a la crisis de 2008, en el que los bancos fueron parte del problema, se plantea que en esta ocasión el sector está siendo relevante para paliar los efectos de la crisis y contribuir a la recuperación.

En España la mayor parte de los recursos públicos ha sido en forma de apoyo a la liquidez por parte del ICO como forma de mantener la actividad de las empresas durante la crisis sanitaria. Como consecuencia, la financiación al sector privado ha aumentado en 2020 y 2021 después de un largo proceso de desapalancamiento desde la crisis financiera. Y, aunque existan parcelas de vulnerabilidad empresarial, en especial en los sectores más afectados por las restricciones sanitarias, las tasas de mora se mantienen reducidas.

Las oportunidades de financiación serán más selectivas de cara al proceso de recuperación económica. La distinción de empresas viables y no viables va a dar a los bancos un papel fundamental en el control de la morosidad y en ese proceso de destrucción-creación corporativo. En esta nueva etapa, según el autor, será seguramente el segmento de las pymes donde se centre la competencia por financiación y posiblemente donde la transformación tecnológica se manifieste de una forma más clara.

Vicente Salas Fumás estudia los efectos económico-financieros de la pandemia en las empresas españolas, los compara con la crisis de 2008 y evalúa los posibles escenarios de recuperación.

La pandemia ha supuesto en términos agregados menor producción, menores rentas y menor inversión productiva de las que previsiblemente se habrían alcanzado de no haber existido la pandemia. Las medidas públicas de apoyo han permitido que las rentas de las empresas, particularmente las laborales, hayan descendido relativamente poco, y que haya aumentado su endeudamiento solo en la medida en que han aumentado la liquidez. Al mismo tiempo, la pandemia ha repercutido negativamente en la rentabilidad empresarial.

Los datos sectoriales tras siete trimestres de pandemia señalan una positiva capacidad de financiación de las empresas, que se ha trasladado a una menor inversión de capital y una menor distribución de beneficios, y la estabilización de los niveles de endeudamiento. Estas son dos características de la evolución corriente de la contabilidad empresarial que no se observaron en la crisis de 2008.

Las empresas se encuentran, en su conjunto, más saneadas y con liquidez para afrontar la recuperación, y deberían invertir y crecer a una tasa superior a la del pasado

para compensar lo no realizado durante la pandemia. En ese sentido los proyectos NGEU deben contribuir a aumentar la inversión y al cambio de una economía más sostenible y productiva que se plantean en sus objetivos.

Pedro Antonio Merino García, Rebeca Albacete Sánchez-Mateos, Jose María Martínez Pérez y Juan Jesús Rubio Jareño hacen una serie de consideraciones sobre la recuperación económica y el sector exterior desde la perspectiva de los cambios tan relevantes que se han venido produciendo en la estructura y en composición de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios a nivel global en los últimos 20 años y, en particular, en nuestro país tras la crisis financiera de 2008.

En la comparativa con el resto de países de la UE, se observa que la economía española en los años previos a la pandemia ha sido menos intensiva en importaciones, más inelástica al PIB y ha cambiado en su composición, mientras que las exportaciones son más sensibles al PIB europeo. La información de comercio en términos de valor añadido también señala la mejora de nuestra contribución en dichos términos y el mayor componente de servicios en nuestras exportaciones. Todo ello hace pensar que, a igualdad de crecimiento con la UE, España puede experimentar una mayor aportación del sector exterior en la recuperación tras la pandemia.

Los autores concluyen que si se profundiza en las tendencias de mejora vistas en el periodo 2014-2019, se continúa en el proceso de reformas, se produce el esperado aumento del comercio internacional especialmente en los países OCDE y si la mejora de las vacunaciones se traduce en una mejora rápida de nuestras exportaciones de servicios turísticos, el sector exterior español continuará contribuyendo al crecimiento económico de manera clave en esta recuperación.

Los dos últimos artículos se centran en describir dos de las principales palancas para la recuperación, la transición ecológica y la transformación digital, para lograr una economía más sostenible y productiva.

Antonia Díaz, Gustavo A. Marrero y Luis A. Puch analizan la interacción entre actividad económica, el uso de energía y las emisiones de CO₂, las implicaciones del cumplimiento de los objetivos europeos de cambio climático y las posibles acciones de política económica. Para ello, utilizan un modelo neoclásico de crecimiento y estiman la relación de equilibrio que se deriva del mismo para los países europeos.

Sus resultados cuantitativos confirman que una elevada intensidad energética asociada al crecimiento es la que genera emisiones de CO₂ adicionales. Por tanto, dada la especialidad productiva de España, el objetivo debe ser aprovechar el crecimiento económico para mejorar su *mix* energético. Además, la inversión en eficiencia energética y en energías renovables aumentan la productividad de la economía en el medio plazo.

Estos hallazgos sugieren la implantación de políticas facilitadoras de la racionalización del *mix* energético, que reduzcan el consumo de petróleo y aumenten el de energías renovables, diseñando un impuesto al carbono en origen y actuar en aquellos sectores finales que más contribuyen a las emisiones, como es el caso del transporte, fijando objetivos de eficiencia energética.

Isabel Álvarez y Antonio Biurrun describen los diferentes ámbitos en los que la digitalización pueden afectar a la actividad económica, caracterizan a la población española en materia de digitalización y discuten algunos aspectos que debería considerar la agenda política en esta materia en nuestro país para la recuperación pospandemia.

Los autores sugieren analizar tres dimensiones de la transformación digital: su efecto en los procesos productivos y en las organizaciones empresariales; la tecnología como conductor del proceso de innovación, de conocimiento y de cambios en la provisión de bienes y servicios y las implicaciones sociales o institucionales que se derivan de su implantación.

A continuación, se hace un estudio cuantitativo sobre las características individuales que influyen en las habilidades y en el uso de tecnologías digitales en diferentes actividades. Los resultados indican que la edad y el nivel educativo determinan el perfil de digitalización y de la brecha digital. Al mismo tiempo, la ocupación en determinados sectores de actividad hace menos probable el uso pleno de servicios digitales y la desigualdad en los ingresos actúa como un factor clave de digitalización.

La Agenda España Digital 2025 incluye un número de medidas para impulsar la transformación digital. Además, más del 28 % de los fondos del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia de España irán destinados al ámbito digital. A la luz de los resultados obtenidos por los autores, estas políticas e inversiones deberían atender las limitaciones que determinados colectivos y actividades tienen en el acceso a la digitalización.