

## Presentación del gobernador Pablo Hernández de Cos



La pandemia de Covid-19 está teniendo un coste en términos de vidas humanas muy elevado, a pesar de las extraordinarias medidas que se han adoptado con el fin de contener su ritmo de expansión. Además, ha supuesto una profunda disrupción para la sociedad y la economía mundiales en los últimos meses. Como resultado, las dinámicas que caracterizaban el entorno económico global y español a finales de 2019 y principios de 2020 se han visto bruscamente alteradas, y este año el nivel de actividad sufrirá previsiblemente una contracción de una magnitud nunca antes vista en tiempos de paz.

En este contexto, el *Informe Anual 2019* del Banco de España se centra de forma monográfica en la evolución de la crisis sanitaria del Covid-19, en su impacto económico inicial y en las medidas de política económica que se han desplegado para limitar sus efectos adversos. Estos aspectos se abordan desde una perspectiva global, europea y española, en los epígrafes 2, 3 y 4 del Informe. En el quinto y último epígrafe se analizan en detalle los principales desafíos que la economía española deberá abordar en el medio plazo y las líneas maestras que, a juicio del Banco de España, deberían inspirar la respuesta de política económica a aquellos.

Como tuve oportunidad de expresar recientemente en el Congreso<sup>1</sup>, muchos de los desafíos actuales de nuestra economía ya existían antes del estallido de la crisis sanitaria, pero esta circunstancia ha incrementado el calibre de su amenaza y la urgencia en darles respuesta. La pandemia ha dado lugar también a nuevos retos, cuya magnitud e implicaciones se presentan aún muy inciertas. La manera con la que la política económica enfrente todos estos desafíos determinará la intensidad y la sostenibilidad del crecimiento económico y del bienestar social de nuestro país en los próximos años.

Naturalmente, la respuesta de la política económica a esta crisis debe adaptarse a la evolución sanitaria de la pandemia. En una primera fase, en la que las medidas

---

<sup>1</sup> Véanse las comparecencias del gobernador ante las [comisiones parlamentarias de Asuntos Económicos y Transformación Digital](#), del 18 de mayo de 2020, y [para la Reconstrucción Social y Económica de España tras el Covid-19](#), del 23 de junio de 2020.

adoptadas para contener la enfermedad supusieron, en la mayoría de los países afectados, la puesta en hibernación de un amplio abanico de ramas de actividad, la severidad, la temporalidad y la globalidad de la perturbación sufrida justificaban la implementación de acciones de política económica contundentes, acotadas en el tiempo y coordinadas a escala internacional.

En efecto, como se detalla en el epígrafe tercero de este Informe, en los últimos meses las autoridades económicas en distintos ámbitos y geografías han desplegado este tipo de terapia de choque, con el objetivo —fundamental— de evitar que la perturbación sanitaria, de naturaleza eminentemente temporal, acabe provocando un deterioro persistente en la capacidad de crecimiento y de recuperación de la economía.

Así, el Banco Central Europeo ha desplegado en el área del euro una batería de medidas de emergencia frente a la crisis, que han sido cruciales para aliviar las tensiones financieras y para mantener el flujo de financiación a la economía, y que también han proporcionado un considerable margen de actuación a las autoridades fiscales en su lucha contra la pandemia y sus efectos económicos. De hecho, la respuesta de las políticas fiscales nacionales ha sido también enérgica, lo que es particularmente importante, dado que es esta parcela de la política económica la que cuenta con los instrumentos más adecuados para luchar contra esta crisis con acciones inmediatas, focalizadas y que pueden y deben acomodarse a la duración —todavía incierta— de esta situación y a la diversa incidencia que la crisis tendrá en los distintos grupos de población y sectores productivos.

A escala europea, es importante reconocer que, incluso con el apoyo de la política monetaria, los desafíos que ha planteado esta perturbación difícilmente podrán ser encarados en solitario por las autoridades nacionales. Dadas las profundas interacciones económicas y financieras entre los diversos países del área del euro, la acción conjunta es la vía más eficaz para garantizar que los efectos económicos de la pandemia son superados en un plazo menor y a un coste más reducido por todos y cada uno de los Estados miembros. En este sentido, tras una respuesta inicial tímida por parte del Consejo Europeo, se está discutiendo en este momento una propuesta de la Comisión Europea para crear un fondo de recuperación europeo. Resulta fundamental aprobar cuanto antes este fondo, que, además,

debe contar con un tamaño proporcional a las necesidades de financiación generadas por la pandemia.

En las últimas semanas hemos entrado en una segunda fase de la crisis, en la que, en un contexto de mayor control de la enfermedad, ha sido posible avanzar, tanto en España como en otros países de nuestro entorno, en planes de desescalada de las medidas de contención inicialmente adoptadas. Esta segunda fase, en la que la economía comienza a reactivarse gradualmente, presenta algunas características relevantes. En primer lugar, la incertidumbre es todavía muy elevada, dado que son numerosas las incógnitas acerca de la evolución que seguirá la enfermedad en los próximos meses. Esta incertidumbre afectará negativamente a las decisiones de consumo y de inversión, y también a las transacciones económicas internacionales. En segundo lugar, minimizar el riesgo de un rebrote de la enfermedad exigirá mantener durante algún tiempo determinadas limitaciones y medidas de seguridad sanitaria. Estas circunstancias, que condicionarán el normal desempeño de la actividad económica, afectarán de forma heterogénea a las distintas ramas productivas. En tercer lugar, en esta fase comenzará a apreciarse en qué medida, a pesar de las acciones de política económica aplicadas, la crisis puede estar produciendo daños de carácter más permanente en el tejido productivo y, por tanto, en nuestra capacidad de crecimiento. También empezarán a vislumbrarse algunos indicios sobre los posibles cambios estructurales que podrían derivarse de la pandemia (por ejemplo, en términos de una transformación en los procesos de globalización y de digitalización, en los que la economía mundial ha estado inmersa en las últimas décadas).

En este período, la respuesta de política económica deberá combinar dos objetivos: apoyar la recuperación —lo que aconseja evitar una retirada prematura de las medidas de apoyo, pues esto aumentaría el riesgo de que el crecimiento económico sufriera daños más duraderos— y facilitar el ajuste de la economía al escenario que emergerá tras la pandemia.

En el terreno de las políticas monetaria y financiera, a cuyas decisiones a escala europea contribuye el Banco de España como integrante del Eurosistema y del Mecanismo Único de Supervisión, la prioridad debe seguir siendo dar apoyo a la recuperación, facilitar unas condiciones de financiación adecuadas para los

distintos agentes económicos y mantener la estabilidad financiera. Para ello, en relación con la política monetaria, desde el Consejo de Gobierno del BCE hemos reiterado nuestro compromiso de hacer cuanto sea necesario para apoyar la economía del área del euro en esta coyuntura extremadamente difícil. Esto incluye asegurar que la política monetaria del Eurosistema se transmita adecuadamente a todos los sectores de la economía y a todos los países, y evitar la fragmentación financiera del área. En este sentido, seguimos preparados para ajustar todos nuestros instrumentos según proceda.

En materia supervisora, el sector bancario afronta esta crisis desde una situación más saneada que en la recesión anterior, lo que subraya la importancia de la profunda reforma financiera global acometida en la última década. En todo caso, en los próximos meses será preciso continuar ejerciendo una doble vigilancia: por una parte, sobre la capacidad de las entidades de crédito de seguir facilitando la financiación que precisan las empresas, los autónomos y los hogares, y, por otra, sobre los riesgos para la estabilidad financiera derivados de esta crisis.

En relación con la capacidad de provisión de financiación, los supervisores hemos adoptado varias decisiones que, entre otras cuestiones, permiten que las entidades puedan hacer uso de los colchones de capital y liquidez disponibles. Además, la mayoría de los Gobiernos europeos, incluido el español, han aprobado programas de avales públicos a los préstamos a empresas, para mitigar la posible reticencia de los intermediarios financieros a incurrir en mayores riesgos en un contexto como el actual y favorecer que muchas pymes y autónomos puedan seguir financiándose en esta difícil coyuntura. Por el momento, estas medidas han sido efectivas en términos de favorecer el dinamismo del crédito en nuestro país, como se pone de manifiesto en el epígrafe 4 del Informe y como atestiguan los datos de los últimos meses, que evidencian un fuerte repunte del flujo de nuevo crédito concedido por las entidades bancarias a las empresas en España.

En todo caso, mientras persista el elevado nivel de incertidumbre actual, las empresas de menor tamaño y las que se han visto más afectadas por la crisis podrían encontrar dificultades para acceder a la financiación, especialmente en ausencia de instrumentos de apoyo público. Esta posibilidad aconsejaría que, en función de cómo evolucione la actividad económica, se estudie la posibilidad de

extender los mecanismos de garantía pública ya dispuestos, en cuyo rediseño debe primar el acceso a estos recursos por parte de las empresas con perspectivas sólidas de viabilidad, de cara a facilitar el necesario proceso de reasignación de los recursos productivos entre empresas y sectores.

Por otro lado, la crisis tendrá un impacto significativo sobre la calidad de la cartera crediticia de las entidades, que será desigual entre estas, en función de su posición de partida, de su modelo de negocio y de la distribución de sus exposiciones a los sectores y a los territorios más afectados por la pandemia. La magnitud de la perturbación y su evolución incierta nos obligan, por tanto, a vigilar estrechamente los riesgos para la estabilidad financiera derivados de esta crisis, y a estar preparados para dar una respuesta contundente, a escala europea, en caso de que estos se materialicen.

En este sentido, las autoridades económicas —europeas y nacionales— debemos compartir el objetivo de evitar que la crisis actual venga acompañada de un endurecimiento generalizado de las condiciones de financiación o que dañe gravemente la estabilidad del sistema financiero, pues sabemos que las crisis que incorporan un deterioro financiero significativo suelen ser más profundas y duraderas.

En el terreno de las políticas de ámbito nacional, en esta segunda fase de la crisis deberían extenderse temporalmente y recalibrarse algunas de las medidas ya aplicadas. Así, además de la extensión de los ERTE hasta finales del mes de septiembre, que ha sido aprobada recientemente, parece apropiado mantener también algunos de los instrumentos de apoyo a las rentas de los hogares más vulnerables, si bien es fundamental que se mantenga su carácter focalizado, con un diseño que no distorsione las decisiones, por ejemplo, de participación laboral. En paralelo, debería asegurarse el correcto funcionamiento de los diferentes mecanismos de flexibilidad laboral disponibles para las empresas, cuyo papel es especialmente útil en estas circunstancias para permitir llevar a cabo de manera eficiente los ajustes derivados de la crisis.

Al mismo tiempo, también sería conveniente incorporar nuevas medidas en ámbitos diversos. Las políticas activas de empleo y de formación para desempleados y trabajadores afectados por los ERTE deberían orientarse,

convenientemente rediseñadas, a potenciar la empleabilidad y a facilitar la recolocación de los trabajadores más afectados por la crisis en aquellos sectores o empresas con mayor capacidad de crecimiento. Asimismo, la suspensión de la educación presencial tiene el riesgo de generar un impacto negativo sobre el rendimiento académico de los estudiantes, particularmente en los hogares con menores recursos. En consecuencia, sería deseable dotar al sistema educativo de mecanismos que permitan a todos los alumnos adquirir las cualificaciones necesarias, aun en ausencia de educación presencial. Del mismo modo, resulta urgente revisar los procesos de reestructuración, insolvencia y alivio de la carga financiera de las empresas, al objeto de establecer procedimientos administrativos ágiles y simplificados. Concretamente, las empresas deudoras con dificultades financieras deberían tener la capacidad de acceder a un marco preventivo que les permitiera continuar con su actividad empresarial cuando aún son viables.

La respuesta de política económica en esta segunda fase de la crisis debe contar también con un respaldo decidido de la Unión Europea, que, a través de un impulso fiscal adicional al que desarrolle cada país miembro, permita apoyar la reestructuración del tejido productivo europeo y la recuperación de su capacidad de crecimiento. Para ello, sería recomendable priorizar el uso del mencionado fondo de recuperación europeo en determinadas inversiones que suelen contraerse más en tiempos de incertidumbre y de dificultades financieras. Este es el caso de la inversión en capital tecnológico y en formación. También es el momento de impulsar los proyectos que contribuyan a la transición hacia una economía más sostenible medioambientalmente. La aprobación y la ejecución de este fondo europeo deberían agilizarse en la medida de lo posible. En su diseño, también debería incorporarse la posibilidad de la ampliación de su tamaño, dependiendo de la evolución de la crisis. Este fondo debería ser igualmente el embrión de un mecanismo fiscal permanente de estabilización macrofinanciera a escala europea.

Más allá de las políticas que son necesarias en esta fase de incipiente reactivación económica, con una perspectiva más amplia, el contexto extraordinariamente complejo que contemplan las últimas proyecciones del Banco de España —y las de la inmensa mayoría de los analistas— para los próximos años hace necesaria también la definición de una agenda de reformas dirigida a afrontar los desafíos estructurales de nuestra economía, que con esta crisis se han hecho más

apremiantes. Además, en la medida en que, tras la pandemia, la economía española registrará los mayores niveles de deuda pública en muchas décadas, en parte como consecuencia de la necesaria expansión fiscal en el corto plazo, también resulta fundamental diseñar un plan de saneamiento de las cuentas públicas en el medio plazo. De otro modo, unas ratios de deuda pública sobre el PIB persistentemente elevadas nos mantendrán en una posición de vulnerabilidad crónica ante la eventualidad de que surjan perturbaciones macrofinancieras negativas en el futuro. Estos y otros aspectos prioritarios para volver a posicionar a la economía española en una senda sostenible de crecimiento y creación de empleo constituyen el objeto del epígrafe 5 de este Informe.

Uno de los retos más visibles es el relativo a la necesidad de aumentar la productividad. Esto exige incrementar la inversión pública y privada en capital humano y tecnológico, revisar el modelo educativo, y favorecer el crecimiento y el dinamismo empresarial. La dualidad en el mercado de trabajo y una tasa de paro estructural muy elevada no solo limitan nuestra capacidad de crecimiento, sino que también contribuyen al aumento de la desigualdad. Esto requiere abordar, sin demora, una revisión de las políticas activas de empleo, junto con aquellos aspectos del actual marco regulatorio laboral que favorecen una excesiva disparidad en el grado de protección del que gozan los trabajadores con contratos permanentes frente a los temporales, en los que se ha concentrado el flujo de destrucción de empleo durante la primera fase de esta crisis, como ha sucedido de modo recurrente en episodios recesivos previos. Estas reformas, junto con las medidas de sostenimiento de rentas (como el ingreso mínimo vital, ya aprobado), contribuirían a reducir la desigualdad en nuestro país, cuyos niveles, que eran más elevados al inicio de esta crisis que al comienzo de la anterior, probablemente sufran un repunte adicional en los próximos trimestres, dado que esta crisis está afectando en mayor medida a colectivos que cuentan, en general, con rentas relativamente bajas.

No podemos olvidar tampoco la necesidad de abordar el proceso de envejecimiento poblacional en el que estamos inmersos, que, entre otros aspectos, condicionará muy sensiblemente el comportamiento en las próximas décadas del mercado laboral, las dinámicas de crecimiento y las principales magnitudes fiscales. Asimismo, una vez superada la crisis, las cuentas públicas deben reconstruir sus márgenes de actuación de manera gradual mediante un plan de consolidación

plurianual creíble. Reducir la vulnerabilidad de nuestra economía exige también impulsar el progreso en el diseño institucional del área del euro, hacia la Unión Bancaria plena, la Unión de los Mercados de Capitales y, más en general, hacia una mayor compartición de riesgos en el conjunto de la UEM.

En cualquier caso, todo reto plantea también nuevas oportunidades. La economía española debe ser ágil y proactiva para aprovechar las nuevas posibilidades que surgen del proceso de lucha contra el cambio climático y de transición hacia una economía más sostenible, de los cambios en el modelo de globalización y de la previsible aceleración de la digitalización de la economía. Los análisis desarrollados en este Informe y las valoraciones contenidas en él acerca de la evidencia acumulada en los ámbitos nacional e internacional aspiran a contribuir activamente al debate colectivo sobre estas cuestiones de máximo interés para la economía española.

Abordar los retos citados requiere, de manera urgente, una estrategia ambiciosa, integral, permanente y evaluable de reformas estructurales y de consolidación fiscal en nuestro país. La estrategia deberá ser ambiciosa si verdaderamente se aspira a sentar las bases de un crecimiento más sostenible y equilibrado en el futuro. El diseño y la implementación de las reformas deberían acelerarse, dado que su formulación creíble puede generar efectos positivos sobre las decisiones de gasto, inversión y contratación, incluso en el muy corto plazo. En el caso de la consolidación fiscal, esta ha de aplicarse una vez que la economía recupere una senda de crecimiento sólido, pero su definición y comunicación tempranas comportarían importantes beneficios para la credibilidad de nuestra política económica. Esta estrategia debe presentar, asimismo, un carácter integral, de modo que se tengan en cuenta las múltiples interacciones que existen entre los desafíos que han de abordarse y que, en muchos casos, requieren de acciones a escala internacional y, en particular, europea. Los retos estructurales exigen respuestas estructurales, que perduren en el tiempo. Por ello, las líneas maestras de esta estrategia deberán gozar de un alto grado de consenso entre los distintos agentes políticos, económicos y sociales, de forma que las bases sobre las que se asiente nuestro crecimiento sean estables. Finalmente, toda estrategia concebida con un horizonte de medio plazo tendría que ser evaluada de forma rigurosa y continua, con el objetivo de identificar áreas de mejora en su diseño o en su

aplicación. Adoptar esta cultura de evaluación en el diseño e implementación de la política económica debería ser uno de los pilares de la estrategia de crecimiento de la economía española.

**Pablo Hernández de Cos**

Gobernador del Banco de España

Presentación del *Informe Anual 2019*.

30 de junio de 2020.