

# 1

## RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO



## 1 RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

Como es habitual, este primer capítulo del IEF analiza el entorno macrofinanciero en que se ha desarrollado la economía española en el periodo más reciente, poniendo de manifiesto los riesgos más relevantes. Así, se subraya el fuerte impacto en la actividad que tuvieron la pandemia y las restricciones introducidas para contenerla en España y en los países con los que existe una mayor interrelación comercial y financiera. El progresivo levantamiento de estas restricciones permitió una recuperación significativa del PIB, pero la nueva oleada de contagios parece haber frenado en alguna medida la senda de recuperación. Por su parte, los mercados financieros se han recuperado del retroceso inicial, observándose una cierta disparidad de las mejoras por activos, países y sectores. En cuanto al sector inmobiliario, lo más destacable es la desaceleración de los precios de la vivienda, si bien no se han observado por el momento descensos generalizados. En las últimas secciones se resalta el aumento de la vulnerabilidad financiera que esta crisis está suponiendo para ciertas empresas y hogares, así como para el sector público, que ha visto incrementado significativamente su endeudamiento.

### 1.1 Entorno Macroeconómico

#### 1.1.1 Países sistémicos y de importancia material

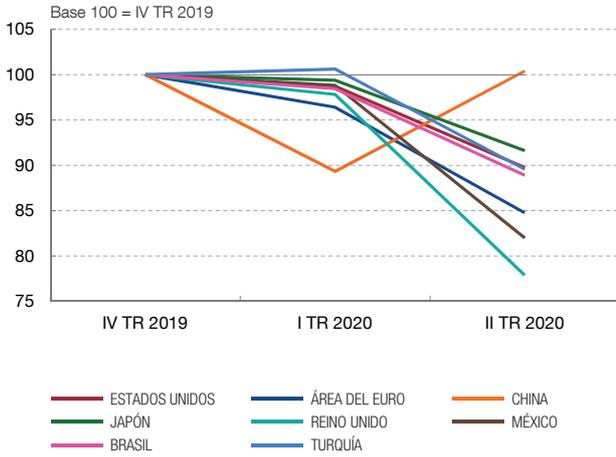
**La evolución de la economía internacional en el primer semestre de 2020 vino condicionada por la expansión del Covid-19 y por la implantación de las medidas adoptadas para frenar la pandemia.** El impacto negativo sobre la actividad económica mundial fue muy pronunciado en la primera mitad del año (véase gráfico 1.1), aunque se observó cierta recuperación tras el levantamiento de las medidas de contención más severas a partir del mes de mayo. Las estimaciones del PIB para el segundo trimestre mostraron caídas históricas en la mayoría de los países. Así, en Estados Unidos, el PIB experimentó un retroceso del 7,1% intertrimestral, mucho menor que el del Reino Unido, donde el desplome fue del 19,8%, y similar al de Japón, que con un descenso del 7,9%, encadenó tres trimestres consecutivos de caídas. En China, que fue el primer país cuya economía estuvo afectada por la pandemia, los datos correspondientes al segundo trimestre y al tercer trimestre indicaron una mejora sustancial de la actividad, situando su crecimiento en el 11,7% y 2,7% intertrimestral respectivamente, frente a la contracción del 10% registrada en el primer trimestre. Las previsiones de variación del PIB de la mayoría de los analistas para este año son muy negativas, pues señalan que las principales economías, con la salvedad de la china, habrían entrado en recesión en 2020 (gráfico 1.1), y prevén una recuperación parcial de la actividad en 2021.

Gráfico 1.1

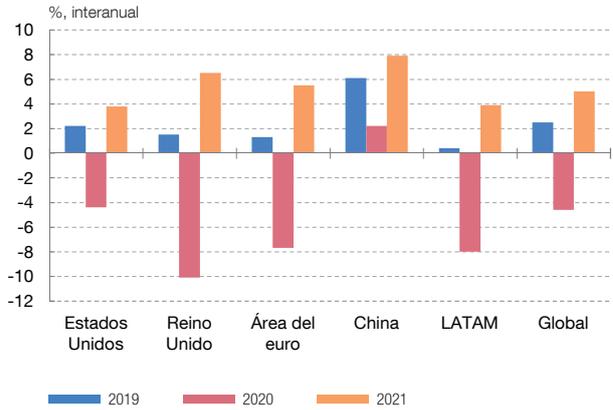
**LA CRISIS SANITARIA Y LA INTENSIDAD DE LAS MEDIDAS DE CONTENCIÓN MARCARON FUERTES CAÍDAS DE LA ACTIVIDAD GLOBAL EN EL PRIMER SEMESTRE, INICIÁNDOSE A PARTIR DE JUNIO UNA CIERTA RECUPERACIÓN, SUJETA A NOTABLES INCERTIDUMBRES**

La pandemia continúa extendiéndose a escala mundial, si bien las medidas de contención se han relajado en una gran mayoría de países, lo que ha propiciado una cierta recuperación de la actividad económica global, heterogénea por regiones y sectores, y condicionada por el delicado equilibrio entre la reactivación de la economía y el control de la pandemia. En cualquier caso, el impacto negativo sobre la actividad ha sido muy pronunciado y las expectativas acerca de la duración e intensidad de sus efectos siguen siendo aún muy inciertas.

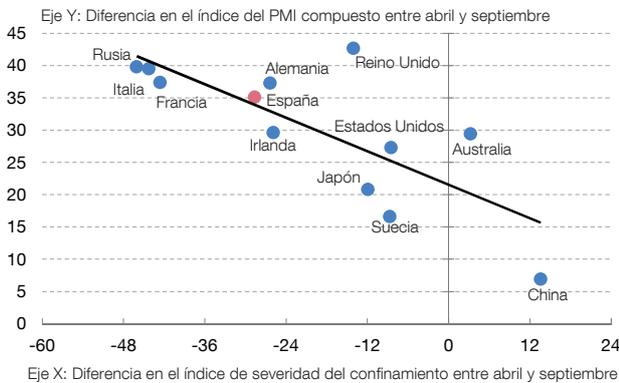
1 NIVEL PIB: PRINCIPALES ECONOMÍAS MUNDIALES



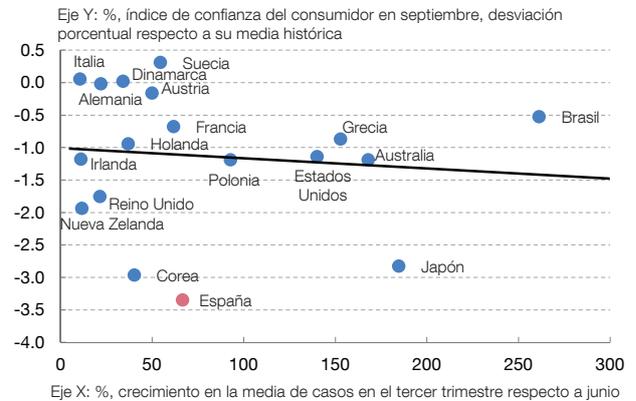
2 PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB REAL. CONSENSUS SEPTIEMBRE 2020



3 SEVERIDAD DEL CONFINAMIENTO (a) Y ACTIVIDAD ECONÓMICA



4 CONTAGIOS Y CONFIANZA DEL CONSUMIDOR



FUENTES: Consensus, Estadísticas nacionales, IHS Markit, OCDE y Oxford COVID-19 Government Response Tracker.

a El índice de severidad del confinamiento mide el rigor de las medidas para contener la expansión de la enfermedad y toma valores entre 0 (sin medidas) y 100 (confinamiento total).

**La recuperación de la actividad global tras una primera fase de cierto control de la pandemia, y la relajación de las estrictas medidas de contención adoptadas inicialmente, está siendo muy heterogénea por regiones y sectores. La contención de la pandemia es todavía incompleta a escala mundial, y la ausencia de una solución médica de amplio alcance hace que la incertidumbre económica sea muy elevada. La evidencia disponible sobre la evolución de la actividad**

económica global para el tercer trimestre muestra una recuperación muy limitada del consumo y de la inversión. La suavización de las restricciones a la movilidad ha ocasionado un repunte en la demanda de bienes (gráfico 1.1), especialmente en bienes duraderos como vehículos y pequeños electrodomésticos. Sin embargo, en el caso del consumo de servicios, los avances se han mantenido más limitados, dado el mantenimiento de algunas medidas de distanciamiento social (gráfico 1.1). En este sentido, el aumento de las infecciones en algunas economías a partir de julio ha frenado la recuperación de los índices de gestores de compras, especialmente en el sector servicios, tras haber vuelto a niveles cercanos a los previos a la crisis sanitaria.

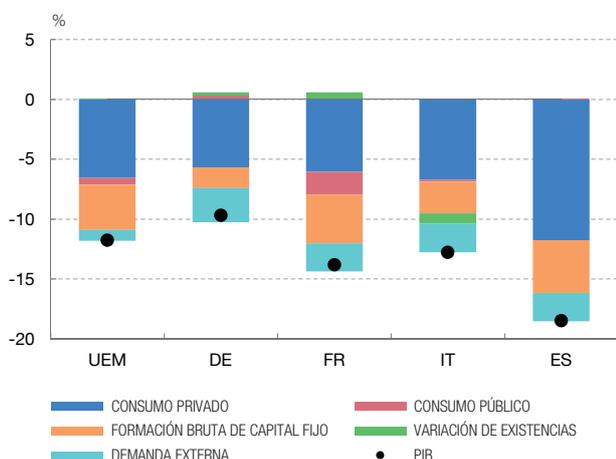
**El PIB de la UEM se contrajo un 11,8% en el segundo trimestre del año, mientras que en el tercero se espera un incremento sustancial, si bien sujeto a una elevada incertidumbre.** El descenso del producto del segundo trimestre fue dispar entre países, atendiendo al grado de severidad de las medidas de contención y a la dinámica de propagación de la enfermedad. Por componentes, a la contracción del consumo privado y de la formación bruta de capital fijo se añadió la aportación negativa del sector exterior, con un fuerte descenso de las exportaciones (véase gráfico 1.2). La actividad repuntó con dinamismo en los primeros compases del tercer trimestre, aunque en agosto experimentó cierta ralentización en un contexto de aumento de contagiados por el virus causante de la pandemia (véase gráfico 1.2) y de apreciación del tipo de cambio, a lo que se unió la posibilidad de que se materializase un *Brexit* sin acuerdo. No obstante, es de esperar que las medidas adoptadas de política monetaria, fiscal y del mercado de trabajo continúen dando soporte a las rentas de los agentes. De este modo, el ejercicio de previsión del Eurosistema de septiembre recoge una caída del PIB en 2020 del 8%, con una recuperación a partir del tercer trimestre de este año y un avance del 5% en 2021.

**Los riesgos a los que se enfrenta la economía mundial y la europea están fundamentalmente asociados a la incertidumbre asociada a la evolución de la pandemia.** Cuanto más se prolongue esta situación, más persistentes serán los efectos sobre las decisiones de inversión y contratación de las empresas y de gasto de los consumidores. En sentido contrario, la recesión podría ser menos severa si la normalización económica avanza más rápido de lo esperado. El desarrollo de una vacuna segura y eficaz podría impulsar, del mismo modo, la confianza y el crecimiento en 2021. Por otra parte, han resurgido algunos riesgos geopolíticos: una parte de ellos más específicos de Europa, como la falta de acuerdo sobre las nuevas relaciones económicas entre el Reino Unido y la UE (o, incluso, que se produzca un incumplimiento de parte del acuerdo de salida del *Brexit*), y otros más globales, como la incertidumbre política relacionada con las elecciones presidenciales en Estados Unidos o el aumento de las tensiones comerciales entre este país y China. Por último, el elevado endeudamiento público y privado, en un entorno de bajo crecimiento, puede propiciar dificultades financieras y lastrar las perspectivas de recuperación de la economía mundial.

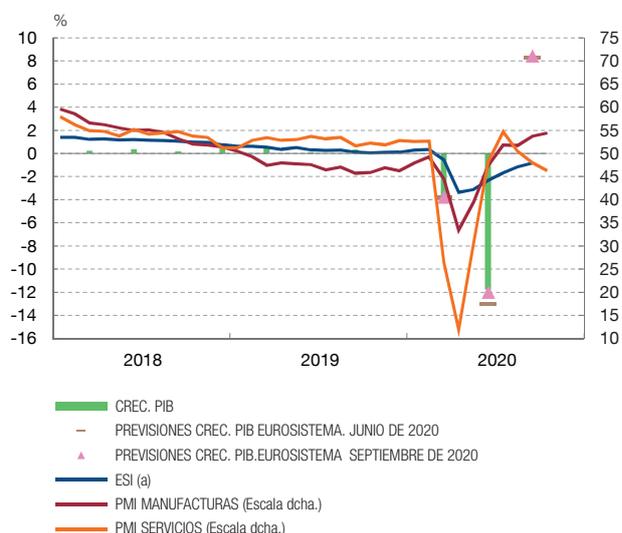
## LA ACTIVIDAD ECONÓMICA EN EL ÁREA DEL EURO SUFRIÓ UNA CONTRACCIÓN HISTÓRICA A CAUSA DEL INICIO DE LA PANDEMIA

El PIB del área del euro cayó un 11,8 % en el segundo trimestre de 2020, con descensos particularmente intensos en España, Francia e Italia. Por componentes, el consumo privado mostró el retroceso más acusado, lastrado, fundamentalmente, por la severidad de las medidas de contención y el deterioro de la confianza a causa de la crisis sanitaria. La información más reciente indica una recuperación parcial en el tercer trimestre de 2020.

1 PIB Y CONTRIBUCIONES. 2020 T2  
Tasa intertrimestral



2 PIB E INDICADORES DE OPINIÓN  
Tasa intertrimestral (previsiones y ESI) y niveles (PMI)



FUENTES: Eurostat, Comisión Europea, Markit Economics y Banco Central Europeo.

a Indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea. Serie normalizada.

**Las principales economías emergentes con presencia bancaria española significativa<sup>1</sup> no fueron ajenas al desplome histórico del PIB en el segundo trimestre** (véase gráfico 1.1). En México, el PIB se redujo un 17,1 % en el segundo trimestre, con una caída especialmente acusada en el sector manufacturero que, sin embargo, está mostrando desde junio una mayor velocidad de recuperación. El apoyo de las políticas económicas en México ha sido inferior al de otras economías emergentes<sup>2</sup>. El banco central de ese país es el único de América Latina que no ha reducido su tipo de interés oficial a su mínimo histórico y que lo mantiene por encima de cero en términos reales. Además, la elevada deuda de la empresa estatal Petróleos Mexicanos (PEMEX) podría afectar negativamente a las perspectivas del riesgo soberano<sup>3</sup>. En Brasil, el PIB disminuyó un 9,7 % en tasa intertrimestral frente

1 El Banco de España realiza anualmente un ejercicio de identificación de los países que tienen mayor relevancia para España desde el punto de la estabilidad financiera atendiendo a la proporción de las exposiciones internacionales del sistema bancario español. Este ejercicio se realiza en línea con las recomendaciones de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS). En 2020, se han identificado seis países emergentes dentro de esta categoría: México, Brasil, Turquía, Chile, Perú y Colombia.

2 Véase «Fiscal Monitor Database of Country Fiscal Measures in Response to the Covid-19 Pandemic» del FMI.

3 En las recientes rebajas de calificación crediticia por parte de Fitch Ratings y Moody's se señala ese factor como posible desencadenante de una posible nueva rebaja en la calificación.

Gráfico 1.3

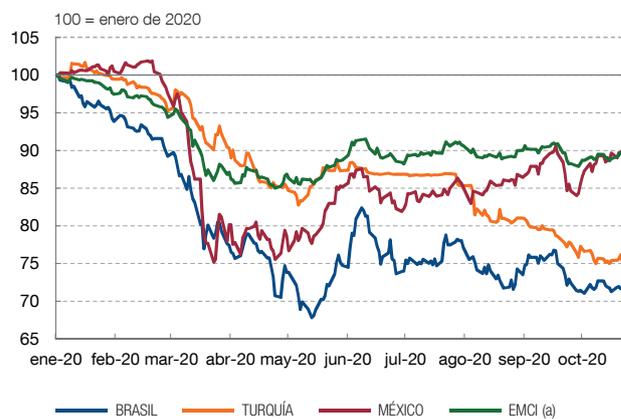
**LOS BANCOS CENTRALES DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES RELAJARON ADICIONALMENTE LA POLÍTICA MONETARIA, LO QUE NO IMPIDIÓ LA ESTABILIZACIÓN GENERALIZADA DE SUS DIVISAS**

Los bancos centrales de Brasil y México continuaron reduciendo los tipos oficiales hasta alcanzar un mínimo histórico en el primer caso, en el contexto de una fuerte caída de la actividad y ausencia de presiones inflacionistas. El banco central de Turquía elevó en septiembre el tipo de interés efectivo al que suministra liquidez para enfrentar presiones depreciatorias sobre la lira turca dado que las reservas internacionales netas se siguieron reduciendo y se situaron en territorio negativo, con depreciación adicional de la lira turca durante el verano y en otoño. Los tipos de cambio de otras economías emergentes se apreciaron pero sin recuperar los niveles previos a la pandemia.

1 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



2 TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



FUENTE: Reuters.

a Índice agregado de tipo de cambio de economías emergentes frente al dólar. Una caída indica una depreciación.

al -16% de la media de las otras cinco economías de mayor tamaño de Latinoamérica. Este mejor comportamiento relativo se explicaría, por un lado, por los beneficios económicos a corto plazo de la imposición de medidas de contención menos severas, con el consiguiente coste social, y, por otra parte, por los notables estímulos monetarios y fiscales, de tamaños similares a los de los países desarrollados. Por su parte, en Turquía el PIB disminuyó un 11 % intertrimestral en el segundo trimestre, si bien la caída de la actividad estuvo parcialmente amortiguada por las medidas de estímulo al crédito al sector privado adoptadas antes y durante la pandemia, que hacen que éste crezca a tasas muy elevadas (30 % en términos reales en el caso de los hogares). Ello ha agudizado aún más los desequilibrios de la economía turca. Por su parte, el banco central ha comenzado a revertir su política monetaria expansiva desde agosto (véase gráfico 1.3) sin haber conseguido hasta el momento reducir significativamente la inflación o atenuar las presiones depreciatorias sobre la lira turca.

**Las variables financieras en las economías emergentes han seguido la senda de recuperación que se inició después del impacto inicial de la pandemia.** A ello ha venido contribuyendo la batería de medidas adoptadas por las autoridades fiscales, macroprudenciales y monetarias de las economías emergentes, entre las que se incluyen bajadas de los tipos de interés oficiales a mínimos históricos

en algunos casos (gráfico 1.3), el inicio en algunos países de compras de títulos de deuda en mercados secundarios, tanto públicos como privados<sup>4</sup>, y programas de sostenimiento del crédito. Lógicamente, las medidas implementadas en las economías avanzadas también están afectando a las economías emergentes. De este modo, en septiembre los índices bursátiles se situaron en niveles similares a los previos a la pandemia, y los tipos de cambio, con la excepción de Turquía (gráfico 1.3), y los diferenciales soberanos recuperaron parte del desplome registrado entre finales de febrero y finales de marzo. Asimismo, las fuertes salidas de capitales de cartera registradas en marzo se vieron compensadas parcialmente los meses siguientes por flujos en la dirección contraria, en mayor magnitud en los títulos de renta fija que en los de renta variable. Por su parte, las emisiones de renta fija en mercados internacionales y, en especial, las soberanas recobraron su fuerza a partir de abril, marcando máximos históricos acumulados.

### 1.1.2 España

**El PIB de la economía española registrará en 2020 la mayor caída en su historia reciente.** El retroceso de la actividad, que se concentraría en el primer semestre del año, es consecuencia directa de la pandemia y de las medidas introducidas para frenar su expansión. En concreto, el PIB disminuyó, en tasas intertrimestrales, un 5,2% y un 17,8% en el primer y segundo trimestre, respectivamente (gráfico 1.4). Los descensos de los componentes de la demanda nacional fueron muy pronunciados. En concreto, el consumo y la inversión privados se vieron fuertemente lastrados por el aplazamiento de decisiones de gasto derivadas del confinamiento y del aumento de la incertidumbre sobre las perspectivas económicas de los hogares y empresas. La demanda exterior neta tuvo también una contribución negativa, aunque menor, ya que la intensa disminución de las exportaciones se compensó en gran medida con la de las importaciones. En particular, los flujos turísticos se desplomaron a raíz del cierre de fronteras y las restricciones de movimientos internacionales ante la extensión del alcance de la pandemia.

**En comparación con otros países de su entorno, la caída en la actividad en España fue superior.** Junto con la mayor intensidad relativa de las medidas de contención, ello se debe, entre otros factores, a la mayor importancia relativa del comercio, la hostelería y otras ramas ligadas al turismo y al ocio —sectores todos ellos más duramente golpeados por la crisis sanitaria—, a una estructura productiva más sesgada hacia empresas de menor dimensión y a la mayor relevancia del empleo temporal (gráfico 1.4).

---

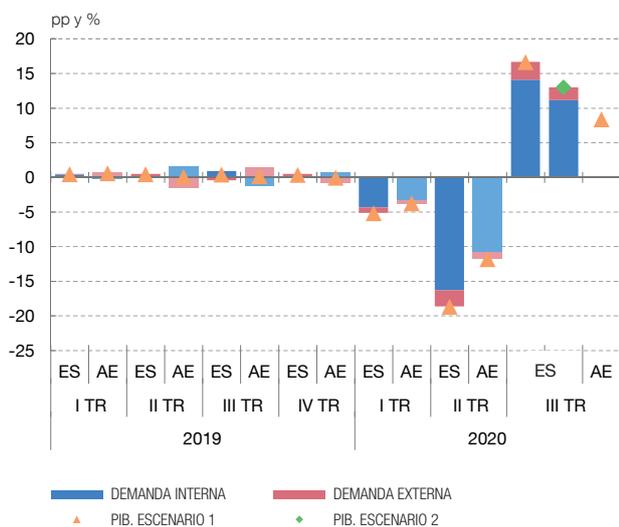
4 Véase Recuadro «Los programas de compras de activos financieros por parte de los bancos centrales de América Latina» en el «Informe de economía latinoamericana. Segundo Semestre de 2020», Artículos Analíticos, Boletín Económico, 4/2020, Banco de España.

Gráfico 1.4

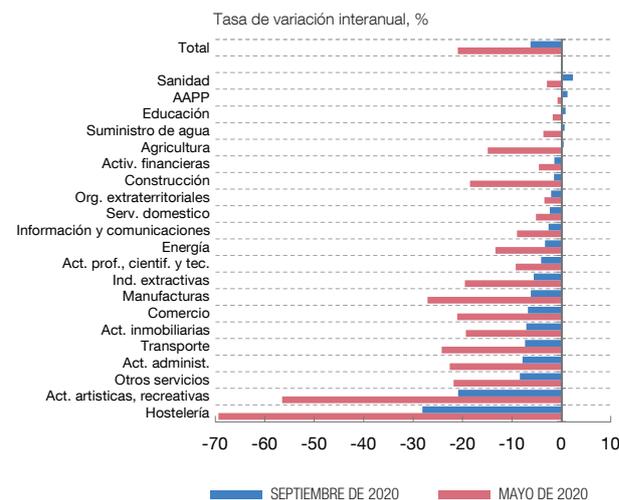
## LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EXPERIMENTARÁ TAMBIÉN UN ACUSADO RETROCESO EN 2020, CONCENTRADO EN EL PRIMER SEMESTRE, DEBIDO A LOS EFECTOS DEL CONFINAMIENTO Y AL DETERIORO DE LA CONFIANZA DE LOS AGENTES (a)

La economía española se está viendo más afectada que otros países por la crisis sanitaria, debido, entre otros factores, a la naturaleza de su estructura productiva, caracterizada por un mayor peso de las ramas más golpeadas por las medidas para frenar la pandemia. La recuperación iniciada a finales del segundo trimestre se ha ralentizado en las últimas semanas, a raíz de la aparición de rebrotes y del aumento de la incertidumbre acerca de las perspectivas económicas de familias y empresas, y no se prevé alcanzar antes de 2023 el nivel de actividad anterior a la pandemia. Los riesgos se encuentran sesgados a la baja ante la posibilidad de una evolución epidemiológica más adversa y una mayor persistencia de los efectos negativos de esta crisis.

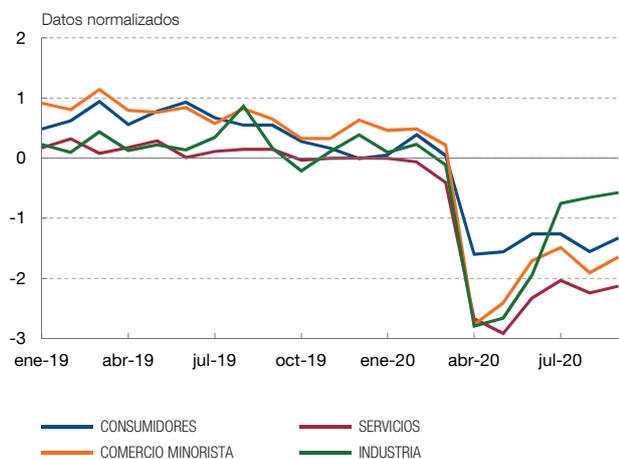
1 CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB REAL EN ESPAÑA Y EN EL ÁREA DEL EURO (AE) (b)



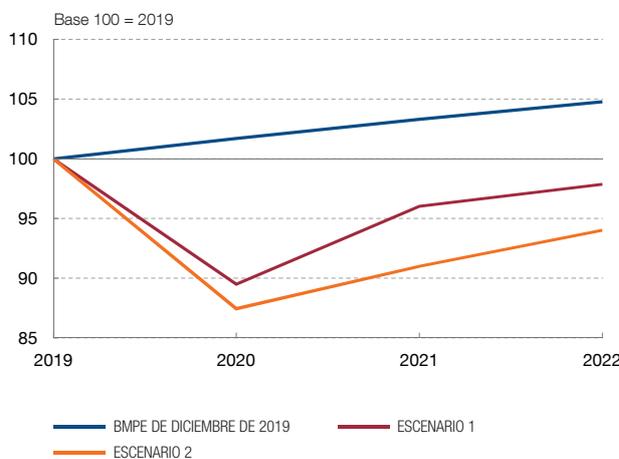
2 AFILIACIÓN EFECTIVA POR RAMAS (c)



3 INDICADORES DE CONFIANZA (d)



4 NIVELES ANUALES DEL PIB



FUENTES: Banco de España, Comisión Europea, Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

- a Se simulan dos escenarios acerca de la evolución del PIB hasta 2022 en función de la intensidad de los rebrotes de la pandemia y de las potenciales medidas desplegadas para contenerla. El escenario 1 incorpora unos supuestos sobre la evolución de la pandemia similares a los del escenario de recuperación gradual de las proyecciones de junio. En particular, se asume el resurgimiento de brotes de una intensidad que precisa la aplicación de medidas de contención de alcance geográfico y sectorial limitado. El escenario 2 contempla rebrotes de mayor magnitud que requieren la implementación de medidas más severas, pero sin alcanzar la dureza de aquellas tomadas durante el estado de alarma. Como consecuencia, el impacto en la economía es más acusado y duradero que en el escenario 1. Para más detalles, véase el recuadro 1 del Informe trimestral de la economía española, Boletín Económico 3/2020, Banco de España.
- b Para el tercer trimestre de 2020, previsiones del Banco de España para la economía española y del BCE para el área del euro.
- c La afiliación efectiva se define como los afiliados totales menos los trabajadores afectados por ERTE.
- d Series resultantes de sustraer su media y dividir por su desviación típica. La última observación corresponde a septiembre de 2020.

**La actividad repuntó en el tercer trimestre, pero solo recuperó una parte del nivel previo a la crisis.** La mejora de la actividad en el tercer trimestre perdió empuje, en todo caso, en el tramo final del mismo, como consecuencia de la evolución epidemiológica desfavorable. La información disponible muestra que la actividad comenzó a repuntar con el inicio de la desescalada a finales del segundo trimestre y continuó mejorando gradualmente con posterioridad. Sin embargo, la recuperación habría perdido fuerza desde finales de julio, de acuerdo con la mayoría de los indicadores disponibles. La interrupción de las mejoras habría sido más intensa en las actividades turísticas y de ocio. Las últimas proyecciones del Banco de España sitúan el repunte del PIB en el tercer trimestre, en tasa intertrimestral, entre el 13 % y el 16,6 %, de acuerdo con los dos escenarios proyectados<sup>5</sup>. Sin embargo, los niveles alcanzados de actividad serían todavía, alrededor de un 10 % inferiores que los del mismo período del año anterior.

**A finales de 2022 no se habría alcanzado aún el nivel de actividad previo a la crisis.** En los escenarios del Banco de España se asume que, a partir de la segunda mitad de 2021, se dispondrá de un remedio eficaz y seguro, y que este habrá sido distribuido de forma masiva entre la población. Bajo este supuesto, desaparecería, desde entonces, la necesidad de mantener cualquier tipo de medidas de restricción de la movilidad y la actividad. No obstante, se espera que los daños al empleo y al tejido productivo sean más persistentes, lo que impediría una recuperación rápida y plena de la actividad (gráfico 1.4).

**Los riesgos de que se produzca una evolución más adversa que la que se desprende de los escenarios macroeconómicos anteriores son más probables que los que van en la dirección contraria.** Estos riesgos están relacionados principalmente con los desarrollos epidemiológicos, como ocurre con el resto del mundo. Una intensificación de los contagios, y las restricciones a la actividad que implicaría, o una prolongación de la pandemia, podrían ocasionar efectos de naturaleza más duradera sobre la capacidad productiva de la economía. La destrucción de empresas y empleo podría conducir a una pérdida tanto de capital físico como humano, afectando en última instancia al crecimiento potencial. En sentido contrario, los escenarios utilizados no incorporan los efectos positivos asociados a la futura implementación del nuevo instrumento temporal de recuperación paneuropeo aprobado este verano en el seno del Consejo Europeo de la UE (NGEU, por sus siglas en inglés), fondo de carácter temporal que obtendrá sus recursos mediante la emisión de deuda de la Comisión Europea por un importe

---

5 Esta horquilla en el crecimiento tiene su origen en la incertidumbre existente, en el momento de elaboración de las proyecciones, acerca del impacto de los rebrotes sobre la actividad en el período ya transcurrido del trimestre y acerca de la evolución de la enfermedad y de la severidad de las medidas necesarias para frenarla en la parte final del mismo. Estas circunstancias motivaron el planteamiento de dos escenarios alternativos para el tercer trimestre, cada uno de los cuales supone un punto de partida distinto para el resto del período de proyección. Para más detalles, véase el Recuadro 1 del «Informe trimestral de la economía española», Boletín Económico, 3/2020, Banco de España.

máximo de 750 mm de euros, de los que más de 300 mm de euros serán transferencias a los Estados miembros, que se repartirán teniendo en cuenta la intensidad del impacto de la pandemia en la actividad en cada uno de ellos<sup>6</sup>.

## 1.2 Mercados financieros y sector inmobiliario

### 1.2.1 Mercados financieros

**Las políticas económicas adoptadas y una menor aversión al riesgo de los inversores han favorecido la recuperación de los precios de los activos con riesgo en los mercados financieros internacionales durante los últimos meses, revirtiéndose, en parte, las caídas que se produjeron tras el estallido de la crisis sanitaria.** Así, los índices de los principales mercados bursátiles se han revalorizado y las primas de riesgo de crédito han retrocedido (gráfico 1.5). Por su parte, el sentimiento más optimista del mercado también se ha reflejado en una caída de las volatilidades del precio de los activos, aunque recientemente se ha producido un repunte en algunos mercados, como el del tipo de cambio, y las rentabilidades a largo plazo de las deudas soberanas de mayor calidad crediticia se han elevado (gráfico 1.5). Con todo, éstas se sitúan en niveles reducidos e inferiores a los que había antes de la pandemia, especialmente en EEUU, en línea con las expectativas de mantenimiento de unas políticas monetarias acomodaticias durante un tiempo prolongado, que se han revisado en mayor medida en la economía norteamericana. Ello ha favorecido, durante los últimos meses, la depreciación del dólar de EEUU frente al resto de las divisas de las economías desarrolladas (gráfico 1.6).

**La recuperación de los índices bursátiles ha sido desigual por áreas geográficas, como consecuencia del distinto efecto macroeconómico de la crisis sanitaria y de las diferencias en la composición sectorial de las bolsas.** En EEUU, la revalorización de los índices ha sido muy intensa, habiendo alcanzado el S&P 500 máximos históricos durante el verano. En la fecha de cierre de este IEF, dicho índice se situaba ligeramente por encima de los niveles máximos de febrero. Esta evolución ha estado liderada por las empresas del sector tecnológico, que tienen un peso elevado en los índices de las bolsas de EEUU, y cuyas perspectivas de rentabilidad se han visto comparativamente menos afectadas por la crisis. En la UEM, el EuroStoxx 50, tras una vigorosa recuperación hasta principios de junio, ha detenido su avance desde entonces, condicionado, en parte, por el empeoramiento de la situación sanitaria en algunos países, situándose al cierre de este IEF un 19,6 % por debajo de los valores máximos de febrero (gráfico 1.5). Por países, la

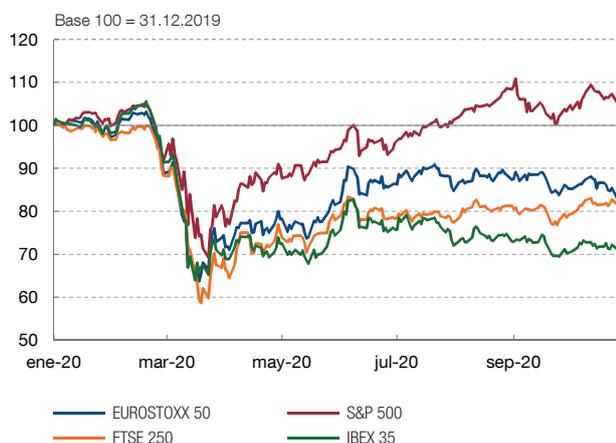
---

<sup>6</sup> La falta de concreción de los detalles del programa aconsejó su no incorporación a los escenarios publicados. En el Recuadro 9 del Boletín Económico 3/2020 del Banco de España («El impacto macroeconómico del programa Next Generation EU bajo distintos escenarios alternativos») se presentan diversas simulaciones de los efectos del programa sobre la economía española.

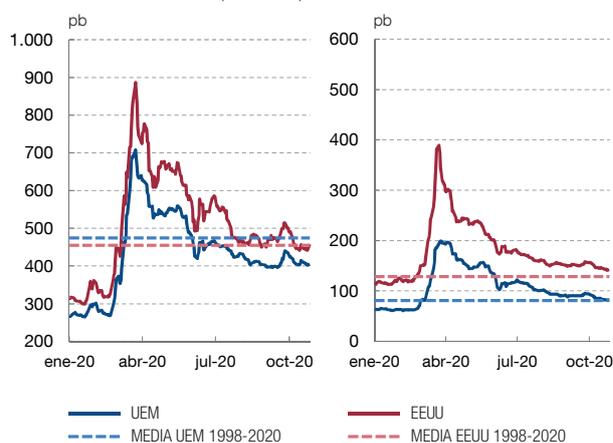
**LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS HAN TENDIDO A RECUPERARSE EN LOS ÚLTIMOS MESES, DESPUÉS DE LA FUERTE CORRECCIÓN INICIAL TRAS EL ESTALLIDO DE LA CRISIS SANITARIA**

Durante los últimos meses, los índices bursátiles se han elevado —si bien con diferencias entre geografías—, los diferenciales crediticios y las volatilidades de los precios han retrocedido, al tiempo que los tipos de interés a largo plazo de las deudas soberanas de mayor calidad crediticia se han mantenido en niveles reducidos, aunque algo más elevados que los mínimos que se observaron durante los momentos de mayor aversión al riesgo.

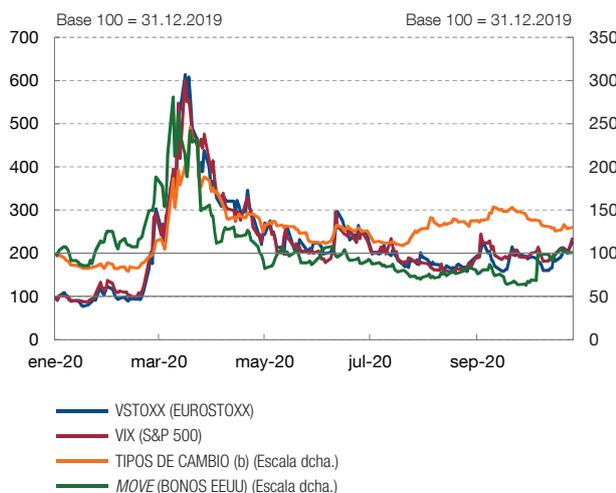
1 ÍNDICES DE BOLSA



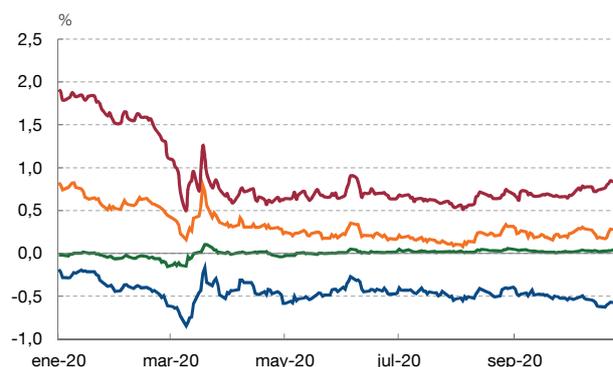
2 DIFERENCIALES DE LOS BONOS CORPORATIVOS RESPECTO A LA CURVA SWAP (a). ALTO RENDIMIENTO (IZQUIERDA) Y GRADO DE INVERSIÓN (DERECHA)



3 VOLATILIDADES



4 TIPOS DE INTERÉS A 10 AÑOS



FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

a Alto rendimiento: Índice ICE Bank of America Merrill Lynch High Yield. Grado de inversión: Índice ICE Bank of America Merrill Lynch Corporate.  
b Promedio de las volatilidades a tres meses de USD/EUR, USD/GBP y JPY/USD.

recuperación de los índices bursátiles parece presentar una clara conexión con la incidencia de la pandemia en sus economías.

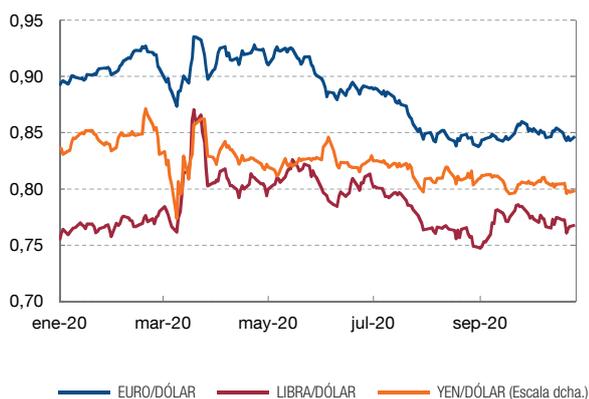
**La recuperación bursátil también ha sido muy heterogénea por sectores, con las cotizaciones bancarias todavía muy por debajo de los valores previos a la crisis.** La preocupación del mercado sobre la evolución futura de la

Gráfico 1.6

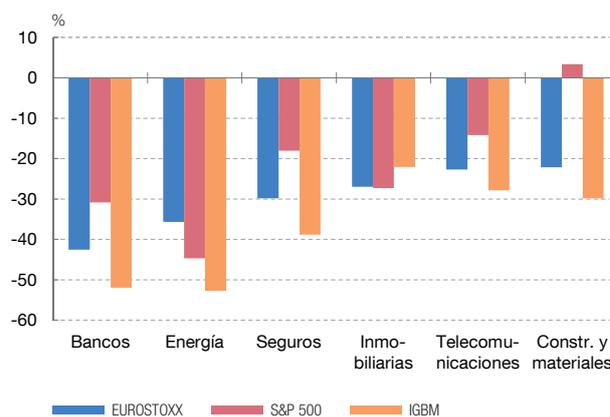
**EN UN CONTEXTO DE DEPRECIACIÓN DEL DÓLAR DE EEUU, SE HA OBSERVADO UNA RECUPERACIÓN HETEROGÉNEA DE LAS VALORACIONES BURSÁTILES POR SECTORES Y GEOGRAFÍAS, MIENTRAS SE REDUCÍAN LAS PRIMAS DE RIESGO SOBERANAS EN LA UEM**

La depreciación del dólar de EEUU frente al resto de monedas está asociada a la política monetaria más acomodaticia del banco central de ese país. La recuperación de las cotizaciones bursátiles ha sido heterogénea por sectores y geografías, destacando la evolución negativa acumulada del sector bancario. Los precios de las acciones en las bolsas de EEUU se sitúan en niveles elevados en comparación con los beneficios de las empresas cotizadas, lo que no ocurre en las bolsas de la UEM y de España. Las primas de riesgo soberano en la Eurozona se han reducido beneficiadas por el programa de compras del BCE y por el acuerdo sobre el fondo europeo para hacer frente a la pandemia.

1 TIPOS DE CAMBIO BILATERALES FRENTE AL DÓLAR



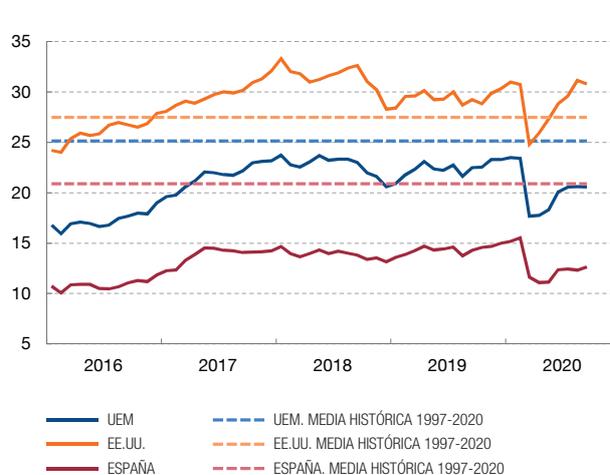
2 SECTORES DEL EUROSTOXX CON MAYORES PÉRDIDAS Y EQUIVALENTES EN EL S&P500 Y EN EL IGBM (DESDE EL 21.2.2020 HASTA EL 26.10.2020)



3 DIFERENCIAL DE LA DEUDA PÚBLICA A 10 AÑOS FRENTE A ALEMANIA



4 PER AJUSTADO AL CICLO (a)



FUENTES: Robert J. Shiller y Thomson Reuters Datastream.

a El PER ajustado al ciclo se calcula como la ratio entre el precio de las acciones y la media móvil de 10 años de los beneficios.

calidad de la cartera de créditos de los bancos, la presión sobre sus márgenes de intereses y las modestas perspectivas de rentabilidad a medio plazo explican que las cotizaciones del sector bancario se recuperen con mayor lentitud. En la fecha de cierre de este IEF, los índices de este sector presentaban unas pérdidas superiores al 30% en Estados Unidos y al 40% en la UEM en relación con los niveles de

febrero (gráfico 1.6). En el caso de la bolsa española la caída es aún más intensa (superior al 50 %).

**El descenso de las primas de riesgo de crédito corporativas ha sido más intenso en el caso de los bonos de alto rendimiento, que son los activos cuyas primas habían repuntado con mayor intensidad tras el estallido de la crisis.**

Concretamente, las primas de los bonos de grado de inversión han retrocedido, en relación con los niveles máximos de marzo, en 247 pb en EEUU y en 117 pb en la UEM, mientras que las de los bonos de alto rendimiento, con una peor calidad crediticia, han descendido en 429 pb y 303 pb, respectivamente. Esta evolución se habría visto favorecida por los programas de compra de activos de los bancos centrales y por la mejoría en el sentimiento del mercado. Estas primas todavía se sitúan por encima de los niveles previos al repunte observado a finales de febrero y principios de marzo, aunque próximas a, o por debajo de, su media histórica en el caso de los bonos de alto rendimiento (gráfico 1.5).

**Esta mejoría de las condiciones de financiación en los mercados de deuda corporativa ha venido acompañada de un aumento de los fondos captados, que han cubierto una parte de las elevadas necesidades de liquidez de las empresas por esta vía.**

El volumen de las emisiones de bonos corporativos de grado de inversión acumulado desde principios de año hasta septiembre supera ampliamente el registrado en el mismo período de los años anteriores tanto en EEUU como, en menor medida, en la UEM. En el segmento de alto rendimiento el importe de las emisiones en EEUU también es más elevado que el de los ejercicios precedentes a diferencia de la UEM. El mayor dinamismo de este mercado en EEUU podría obedecer a que estos valores están incluidos en el programa de compras de activos del banco central de ese país<sup>7</sup>, lo que no ocurre en el caso de la UEM.

**El número de rebajas de calificación crediticia de bonos corporativos se ha reducido significativamente durante los últimos meses.**

En términos acumulados desde el estallido de la crisis, el número de rebajas a nivel mundial y en la UEM es un 28 % y un 34,7 % inferior, respectivamente, al observado durante un período de longitud equivalente tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. Además, en esta ocasión el peso de las revisiones en las calificaciones que suponen la caída desde grado de inversión a alto rendimiento se ha situado hasta ahora en el 4,6 % a nivel mundial y en el 5,3 % en la UEM, cifras inferiores a las observadas tras la quiebra de Lehman Brothers (7,2 % y 6,9 %, respectivamente). En todo caso, un eventual deterioro de las perspectivas macroeconómicas podría traducirse en un nuevo repunte de las revisiones a la baja en las calificaciones. Además, una proporción destacada de las emisiones en la parte baja del grado de inversión cuenta con perspectivas negativas en sus calificaciones.

---

<sup>7</sup> La Reserva Federal no compra estos valores directamente sino a través de vehículos (ETF, por sus siglas en inglés).

**En los mercados de deuda soberana de la UEM, los diferenciales de rentabilidad a largo plazo también se han comprimido, favorecidos por el programa de compras del BCE y por el acuerdo en la UE para movilizar 750 mm de euros para paliar los daños económicos causados por la pandemia.** La caída se intensificó tras el anuncio, el 4 junio, por parte del BCE, de la ampliación del Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) en 600 mm de euros, y se vio también impulsada por el acuerdo del Consejo Europeo de la UE para crear el fondo NGEU apuntado más arriba<sup>8</sup>. En la fecha de cierre de este IEF, los diferenciales de rentabilidad de la deuda a diez años frente a la referencia alemana se situaban todavía algo por encima (unos 10 pb en el caso de España) de los niveles anteriores al repunte observado en las últimas semanas de febrero y en las primeras de marzo (gráfico 1.6).

**El rápido avance de los precios de los activos con riesgo en algunos segmentos, en un contexto en el que persiste una gran incertidumbre sobre los efectos económicos de la pandemia, ha generado algunas dudas sobre su sostenibilidad.** Los indicios de valoraciones elevadas no son generalizados, siendo estos más evidentes en algunos mercados, como el de deuda corporativa de alto rendimiento, cuyos diferenciales de rentabilidad se sitúan próximos a su media histórica o incluso por debajo (gráfico 1.5) o en las bolsas de EEUU donde la relación entre el precio de las acciones y los beneficios (PER, por sus siglas en inglés), en términos ajustados al ciclo<sup>9</sup>, se sitúa algo por encima de su media histórica. En cambio, en la UEM y en España los precios de las acciones no parecen elevados en comparación con los beneficios de las empresas cotizadas, ajustados al ciclo (gráfico 1.6).

**Un eventual deterioro de las expectativas favorables que parecen subyacer en el precio actual de algunos activos, la materialización de alguno de los riesgos descritos en la sección anterior o rebajas masivas en las calificaciones crediticias de los bonos corporativos podrían desencadenar la corrección de algunas valoraciones.** En el caso de las rebajas en las calificaciones crediticias, el impacto sería especialmente intenso si suponen una caída desde la categoría de grado de inversión a la de alto rendimiento. Esto es consecuencia de que parte de la regulación y los mandatos de inversión de algunos inversores, incluyendo algunos bancos centrales como el BCE, les autorizan a invertir exclusivamente en activos de alta calidad crediticia y, por tanto, deben deshacerse de los activos que pierdan esa calificación. Esto puede ocasionar caídas abruptas de la valoración de estos títulos, que tendrían un impacto adverso sobre la estabilidad financiera a

---

8 Para más detalles véase el Recuadro 5 del Informe Trimestral de la economía española 3/2020 del Banco de España «Next Generation EU: principales características e impacto de su anuncio sobre las condiciones financieras».

9 El PER ajustado al ciclo se calcula como la ratio entre el precio de las acciones y la media móvil de 10 años de los beneficios de las empresas del índice.

través de distintos canales. Por un lado, supondrían un endurecimiento de las condiciones de financiación de los distintos agentes, dificultando su capacidad de repago de sus deudas tanto por su efecto directo como indirecto a través del deterioro macroeconómico que traería consigo. Por otra, se producirían pérdidas en las carteras de los intermediarios financieros que posean los activos afectados por las caídas en sus valoraciones.

### 1.2.2 El mercado inmobiliario en España

**La demanda de vivienda se recupera lentamente, tras su desplome en los meses iniciales de la crisis sanitaria.** Así, el gráfico 1.7 evidencia que las compraventas registradas de vivienda cayeron más del 50% en términos interanuales en mayo, lo que supuso el mayor descenso de la serie histórica disponible. Desde entonces, han comenzado a recuperarse, beneficiadas también por la materialización de decisiones de compra aplazadas durante el confinamiento. Con todo, los niveles siguen por debajo de los valores anteriores al estallido de la crisis.

**Por su parte, la oferta de vivienda se ha contraído en menor medida que la demanda desde el inicio de la pandemia** (gráfico 1.7). Así, el número de anuncios de vivienda publicados en los principales portales inmobiliarios<sup>10</sup> descendió algo menos del 5% en el tercer trimestre de 2020 respecto a la cifra de hace un año. La oferta de nueva vivienda, aproximada por el volumen de certificados de fin de obra, disminuyó con mayor intensidad (cerca del 16% interanual en el segundo trimestre), pero en menor medida que las compraventas. La información más reciente (con datos hasta septiembre) de otros indicadores de producción, muestran una notable recuperación, alcanzándose niveles próximos a los del mismo período del año pasado (gráfico 1.7).

**El avance de los precios de la vivienda continuó moderándose durante el primer semestre de 2020, sin que se hayan observado descensos generalizados de acuerdo con la información disponible en el INE hasta junio.** El precio medio de la vivienda apenas varió en el segundo trimestre en comparación con tres meses antes, reduciéndose la tasa interanual al 2,1%, frente al 3,6% de finales de 2019. La relativa resistencia hasta ahora de los precios de compraventa de la vivienda frente a lo ocurrido durante la crisis financiera global obedece a distintos factores. Así, a diferencia de lo ocurrido entonces, la crisis actual no ha tenido su origen en los excesos financieros y de tamaño del sector inmobiliario. Además, aunque la caída del PIB ha sido más intensa que en crisis anteriores, se espera que la recuperación sea más rápida, aunque las perspectivas

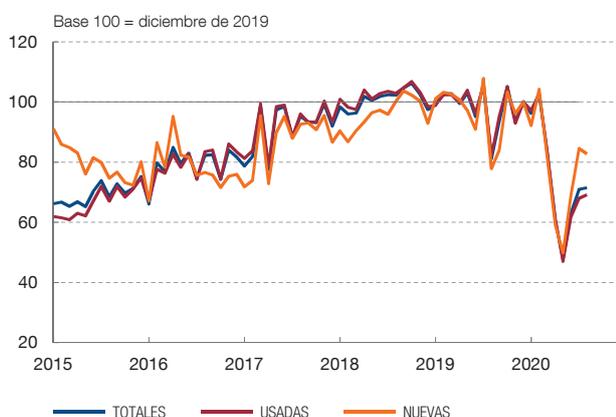
---

<sup>10</sup> Información procedente de Tinsa.

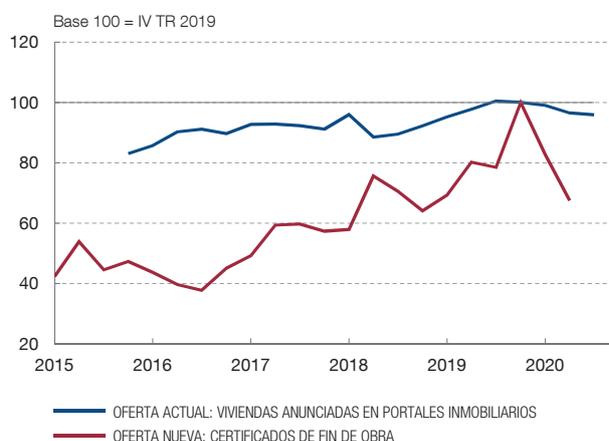
### LAS COMPRAVENTAS EN EL MERCADO DE LA VIVIENDA SE HAN RECUPERADO PARCIALMENTE TRAS EL IMPACTO INICIAL DE LA CRISIS SANITARIA, QUE HA INTENSIFICADO LA DESACELERACIÓN DE PRECIOS EN ESTE SECTOR (a)

La demanda está mostrando una mayor debilidad relativa que la oferta, ante un trasfondo de elevada incertidumbre acerca de la evolución de la pandemia y su potencial impacto en la situación laboral y financiera de las familias. En este contexto, se ha intensificado la desaceleración del crecimiento de los precios de la vivienda que ya se había observado en 2019.

1 COMPRAVENTAS DE VIVIENDA (b)



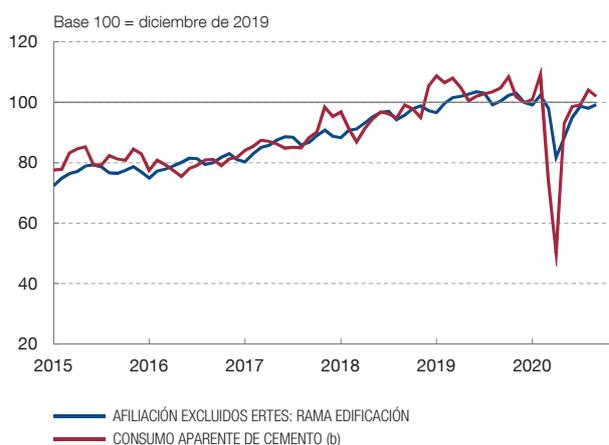
2 OFERTA DE VIVIENDA



3 PRECIOS DE LA VIVIENDA



4 AFILIACIÓN EFECTIVA Y PRODUCCIÓN DE CEMENTO



**FUENTES:** Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana, y Tinsa.

- a Última observación: segundo trimestre de 2020 (certificaciones de fin de obra, precios de la vivienda), tercer trimestre (oferta actual de vivienda), agosto (compraventas de viviendas), septiembre (afiliados, consumo aparente de cemento).
- b Series ajustadas de estacionalidad.

están rodeadas de una incertidumbre muy elevada. Por otra parte, antes del inicio de la pandemia no se observaban indicios claros de sobrevaloración ni sobredimensionamiento en el mercado inmobiliario.

**En cambio, los precios del mercado del alquiler habrían empezado a caer en algunas áreas.** Concretamente, de acuerdo con la información de los principales

portales inmobiliarios hasta septiembre, durante los últimos meses los precios del alquiler estarían descendiendo en la mayoría de capitales de provincia, con caídas más intensas en Cataluña, Comunidad de Madrid e Islas Baleares y Canarias. El aumento de la oferta de vivienda de alquiler residencial en detrimento del vacacional que ha provocado la crisis sanitaria<sup>11</sup> habría contribuido al descenso reciente de los precios en las ciudades que históricamente han presentado mayor actividad turística. A ello se sumaría el deterioro del mercado de trabajo, que ha sido más acusado para los jóvenes, que son los principales demandantes de vivienda en alquiler.

**En el mercado de crédito inmobiliario se ha observado un cierto endurecimiento de los criterios de concesión, lo que junto con la brusca caída de la demanda de financiación se ha traducido en un fuerte retroceso del crédito nuevo, si bien las condiciones de los préstamos concedidos apenas habrían cambiado desde el estallido de la pandemia.** Así, la Encuesta de Préstamos Bancarios muestra que las entidades financieras habrían aplicado criterios de concesión más estrictos en el segundo y el tercer trimestre como consecuencia de los mayores riesgos percibidos. Estos intermediarios también señalaron una intensa caída de las peticiones de financiación entre marzo y junio, que se habría visto condicionada por las restricciones a la movilidad y la mayor incertidumbre. Los tipos de interés de los préstamos concedidos se mantuvieron relativamente estables y tampoco variaron significativamente otras condiciones como la relación entre el importe concedido y el precio de adquisición de la vivienda (LTP, por sus siglas en inglés).

**En el mercado inmobiliario comercial también se ha producido una caída abrupta de las compraventas en el segundo trimestre de 2020, hasta niveles próximos a los alcanzados en el año 2013, momento en el que alcanzaron su nivel más bajo tras la anterior crisis.** Como ilustra el gráfico 1.8, el valor total de las compraventas se redujo durante el segundo trimestre en un 80 % en términos interanuales, de acuerdo con los datos del Colegio de Registradores. Esta misma fuente muestra un descenso similar de las nuevas operaciones de crédito<sup>12</sup>. El desglose por tipo de activos evidencia descensos de similar magnitud en los tres segmentos (oficinas, locales comerciales y naves).

**Los precios de compraventa del mercado comercial se redujeron en el segundo trimestre** (gráfico 1.8). De acuerdo con los datos del Colegio de Registradores, entre marzo y junio, el precio mediano por metro cuadrado de las

---

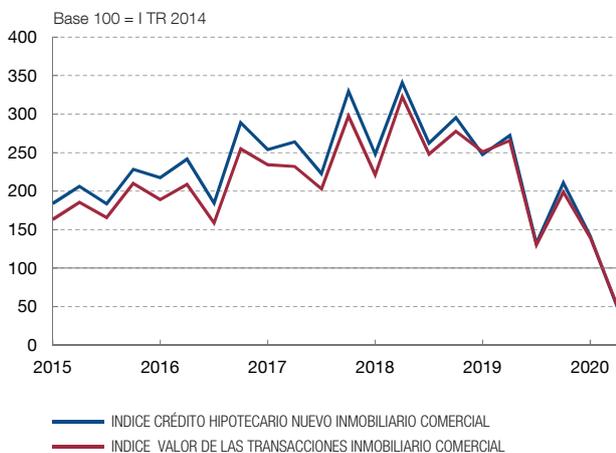
11 El número de inmuebles dedicados al alquiler vacacional en España habría descendido más del 8% desde el inicio de la pandemia hasta finales de agosto, según los datos de AirDNA sobre dos de las plataformas digitales más activas en este segmento, Airbnb y Vrbo.

12 No obstante, esta información, que procede del Colegio de Registradores, puede experimentar modificaciones por los retrasos producidos en el registro administrativo durante los últimos meses.

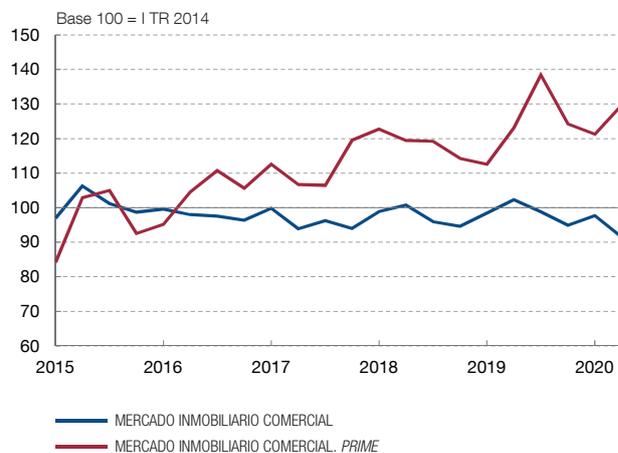
## LA IRRUPCIÓN DE LA PANDEMIA HA SUPUESTO UNA FUERTE CAÍDA DE LAS COMPRAS EN EL MERCADO INMOBILIARIO COMERCIAL Y UN DESCENSO MÁS MODERADO DE LOS PRECIOS

La pandemia ha supuesto una caída intensa de las transacciones durante el primer semestre del año. En términos de precios, la contracción ha sido más moderada, observándose una evolución diferenciada en el segmento *prime*.

1 NUEVAS OPERACIONES EN EL SECTOR INMOBILIARIO COMERCIAL (a)



2 PRECIO DEL METRO CUADRADO EN EL MERCADO INMOBILIARIO COMERCIAL (b)



FUENTE: Colegio de Registradores.

- a El crédito incluye cualquier préstamo colateralizado por inmuebles comerciales. El valor de las transacciones sobre inmuebles comerciales se obtiene a partir del número y el precio de estas operaciones, considerando el valor agregado de todas ellas.
- b Los índices de precios de inmuebles comerciales se calculan a partir de los valores medianos de los precios de las transacciones sobre inmuebles comerciales en el conjunto de España o en las zonas *prime*. Este último segmento se refiere fundamentalmente a las compraventas de locales comerciales realizadas en los barrios con mayor actividad comercial de Madrid, Barcelona, Bilbao, Palma de Mallorca, Valencia y Málaga.

nuevas operaciones habría descendido, en términos intertrimestrales, en los tres segmentos, con caídas más acusadas en el de oficinas (15,2 %) que en los otros dos (5,7 %, en locales comerciales y 5,9 %, en naves). En cambio, en el segmento «*prime*»<sup>13</sup> este mismo indicador mostró una variación positiva, aunque hay que tener en cuenta que esta serie presenta mayores oscilaciones.

**Los estándares de crédito en el mercado comercial se habrían mantenido estables en el segundo trimestre de 2020.** En comparación con el mercado de la vivienda, las operaciones con LTP inferior al 80 % continúan teniendo un peso mucho mayor en este segmento puesto que se sitúan en torno a tres cuartas partes de las operaciones nuevas, frente a la mitad que se registra en el mercado residencial. Los estándares más estrictos en el mercado comercial van dirigidos a compensar en cierta medida el mayor riesgo relativo de estas operaciones, dada la responsabilidad limitada que tienen sus prestatarios.

13 Se han identificado como *prime* los barrios céntricos de seis grandes núcleos urbanos (siguiendo la clasificación de diferentes consultoras inmobiliarias especializadas) en Madrid, Barcelona, Bilbao, Palma de Mallorca, Valencia y Málaga.

## 1.3 Los sectores no financieros

### 1.3.1 Las empresas no financieras y los hogares

**El aumento de las necesidades de liquidez de las sociedades no financieras españolas generadas por la crisis del Covid-19 se está cubriendo, principalmente, a través de la financiación bancaria, en condiciones muy favorables.** Esta evolución se ha visto favorecida por las medidas adoptadas por las autoridades, entre las que se puede destacar la línea de avales del ICO y la mejora de las condiciones de las operaciones de financiación a largo plazo del BCE<sup>14</sup>. En este contexto, el saldo de crédito de las SNF con las entidades de crédito domésticas aumentó a ritmos históricamente elevados, pasando de una contracción interanual del 1,1 % en febrero a una expansión interanual del 8,1 % en junio, si bien este avance se ha moderado ligeramente en los meses siguientes (gráfico 1.9)<sup>15</sup>. La captación de recursos en los mercados de capitales se recuperó una vez que se fueron normalizando las condiciones de financiación, llegando a experimentar el saldo vivo de este tipo de financiación un crecimiento interanual del 8,4 % en junio, moderándose algo en los meses posteriores, como la financiación bancaria. Parte de esta financiación está siendo utilizada por las empresas para mantener colchones de liquidez, en forma de depósitos bancarios en muchos casos, ante la elevada incertidumbre existente.

**La crisis del Covid-19 está teniendo un impacto muy negativo en los beneficios de las empresas, con heterogeneidad por sectores y tamaño.** Aunque las medidas públicas de apoyo a las rentas como los ERTE y las moratorias en el pago de impuestos y cotizaciones sociales han amortiguado el impacto de la caída en la facturación de las empresas sobre sus beneficios, la información disponible del primer semestre evidencia una fuerte contracción de los resultados corporativos. Así, la rentabilidad ordinaria media del activo (ROA) se redujo a la mitad, pasando de un 4 % a un 2 %<sup>16</sup>, al tiempo que aumentó el porcentaje de empresas con baja rentabilidad (gráfico 1.9). Las simulaciones realizadas, que se presentan en el gráfico 1.9, apuntan a una fuerte contracción de la rentabilidad de las empresas en el conjunto de 2020, aunque con una elevada heterogeneidad. El desglose por tipo de empresa evidencia que las que presentarían una evolución más desfavorable en su rentabilidad serían las pymes, y especialmente las

14 Para más detalles sobre las características de los préstamos acogidos a los avales públicos, véase Recuadro 4.3 del Informe Anual del Banco de España 2019: «Evolución de la financiación bancaria para actividades productivas en el contexto de la crisis del Covid-19».

15 En línea con estos desarrollos, la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB) correspondiente al segundo trimestre indicaba una relajación de los criterios de concesión de préstamos tanto para grandes empresas como para pymes y un fuerte aumento de la demanda de fondos por parte de estas.

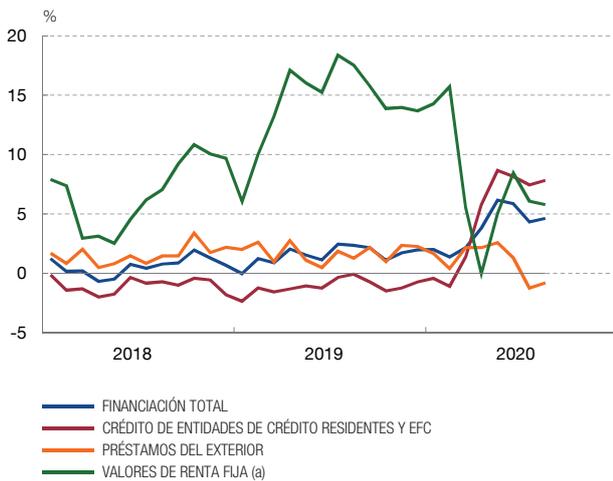
16 Datos de la muestra de empresas de la Central de Balances Trimestral del Banco de España. Para más detalles, véase Menéndez, A., y M. Mulino: «Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2020», Boletín Económico 3/2020, Banco de España.

Gráfico 1.9

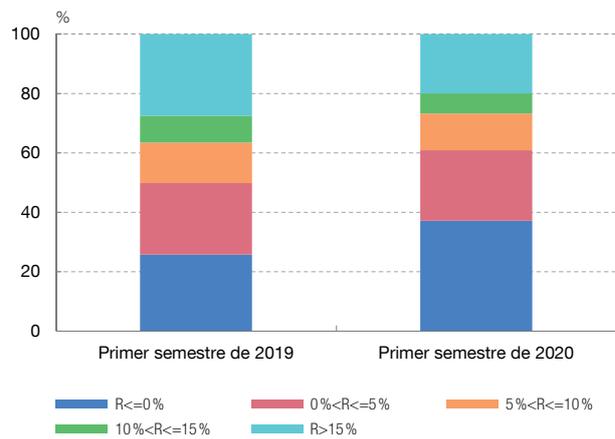
**AUMENTA EL ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS COMO RESPUESTA A LAS NECESIDADES DE LIQUIDEZ ORIGINADAS POR LA CRISIS, QUE REDUCE TAMBIÉN FUERTEMENTE SU RENTABILIDAD**

La pandemia del Covid-19 ha generado un aumento de las necesidades de liquidez en las empresas españolas para cumplir con sus pagos comprometidos. Estas necesidades de financiación se están cubriendo mediante créditos bancarios y emisión de deuda corporativa, proceso que se ha visto favorecido por los programas de avales públicos y las diversas medidas adoptadas por el BCE. Asimismo, la crisis del Covid-19 está causando una fuerte caída de los ingresos de las empresas, así como de sus beneficios y rentabilidad. A nivel agregado se ha producido un repunte de los ratios de endeudamiento y carga financiera, en términos de PIB, condicionado también por la fuerte caída del producto.

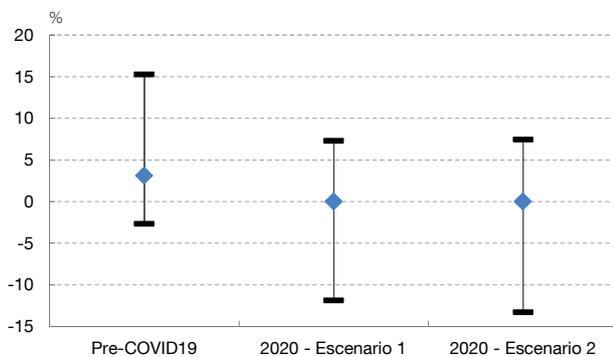
1 FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Variación interanual



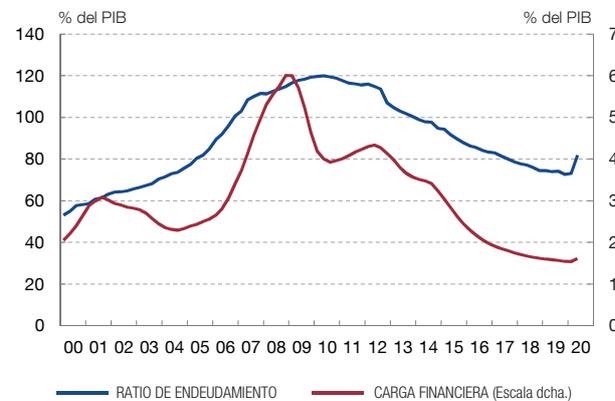
2 PORCENTAJE DE EMPRESAS POR RANGO DE RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO NETO (b)



3 DISTRIBUCIÓN DE LA RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO NETO (c)



4 RATIOS DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA (d)



FUENTE: Banco de España.

- a La serie de valores de renta fija corresponde a emisiones netas.
- b La información procede de la muestra trimestral de la Central de Balances (CBT). Rentabilidad ordinaria del activo neto = (Resultado ordinario neto + Gastos financieros) / Activo neto de recursos ajenos sin coste.
- c Resultados obtenidos a partir de la simulación de los ingresos de las sociedades no financieras españolas de acuerdo a dos escenarios según la intensidad de la caída de dichos ingresos como consecuencia de la crisis sanitaria. Los puntos se corresponden con el percentil 25, la mediana y el percentil 75. Este ejercicio se ha realizado a partir de la información de la Central de Balances Integrada (CBI) correspondiente al año 2018 y se ha aplicado la misma metodología que en el documento ocasional N° 2020 «Las necesidades de liquidez y la solvencia de las empresas no financieras españolas tras la perturbación del Covid-19» de Roberto Blanco, Sergio Mayordomo, Álvaro Menéndez y Maristela Mulino.
- d La carga financiera de las empresas comprende únicamente los pagos que éstas realizan en concepto de intereses, dada la dificultad para estimar con fiabilidad la cuantía de las cuotas de amortización.

compañías de las ramas de hostelería, restauración y ocio, vehículos de motor, comercio y transporte y almacenamiento<sup>17</sup>.

**El aumento del endeudamiento y el retroceso de los resultados empresariales sería de mayor magnitud para las pymes y para aquellas empresas que operan en los sectores más afectados por la pandemia.** La ratio de endeudamiento agregada del sector en términos de PIB ha repuntado por primera vez desde 2010, llegando hasta el 81 % en el segundo trimestre del año (el nivel más elevado desde 2017), como consecuencia tanto del incremento de la deuda como de la caída del PIB (gráfico 1.9). Esta evolución también habría resultado en un ligero incremento de la ratio de carga financiera por intereses, definida como los pagos por intereses sobre PIB, debido a que el efecto del ascenso de la deuda sobre el pago de intereses se recoge de forma más gradual en el tiempo. Aunque la intensidad de estos repuntes se corregirá en alguna medida cuando se incorporen los datos del PIB de los próximos trimestres, las simulaciones que se presentan en el Recuadro 1.1 también apuntan a un deterioro de la situación patrimonial medida como la deuda neta sobre el activo neto de cada empresa, que sería mayor en el segmento de pymes y en los sectores más afectados por la pandemia.

**En el caso de los hogares, su endeudamiento agregado ha disminuido durante los últimos meses como consecuencia de la caída de las nuevas operaciones de crédito.** La contracción ha sido más acusada en el segmento de crédito para consumo (gráfico 1.10), como resultado tanto del retroceso de la demanda como de la oferta, que se redujo debido a los mayores riesgos percibidos por los prestamistas<sup>18</sup>, afectando sobre todo a los colectivos más vulnerables. Como se ha comentado anteriormente, también disminuyó, aunque menos intensamente, la nueva financiación destinada a la compra de vivienda. El único componente que mostró un mayor dinamismo fue el del crédito captado por los empresarios individuales, que pudieron acceder tanto al programa de avales públicos como a las moratorias de obligaciones financieras. Aunque las moratorias de los préstamos, que afectan al 7 % del saldo vivo del crédito a las familias<sup>19</sup>, han frenado la caída del crédito a este sector al reducir el volumen de amortizaciones, su tasa de crecimiento interanual se redujo hasta el -0,9 % en agosto, frente al avance del 0,3 % en febrero (véase Recuadro 1.2).

**Los ingresos de los hogares también se están viendo muy afectados por la crisis.** La renta bruta disponible de este sector se redujo un 8,8 % en el segundo

---

17 Para más detalles véase Blanco, R., Mayordomo, S., Menéndez, A. y M. Mulino (2020): «Las necesidades de liquidez y la solvencia de las empresas no financieras españolas tras la perturbación del Covid-19», Banco de España Documento Ocasional N.º 2020.

18 Véase Menéndez, A. (2020): «Encuesta sobre préstamos bancarios en España: Junio de 2020». Boletín Económico 3/2020, Banco de España,

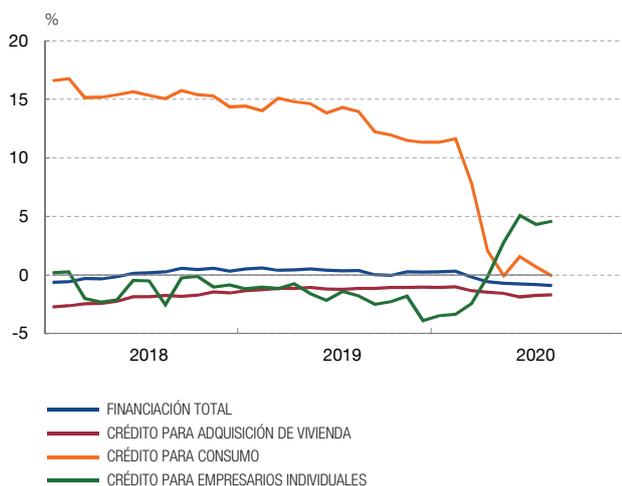
19 Véase Recuadro 2: «Análisis de los programas de moratorias crediticias adoptadas en España como respuesta a las crisis del Covid-19» del Artículo Analítico «Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero. Primer semestre de 2020».

Gráfico 1.10

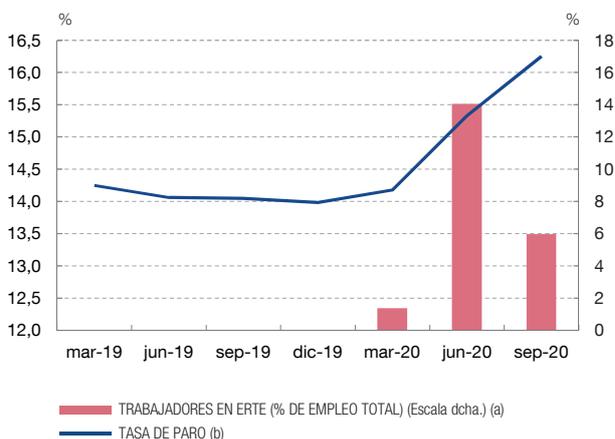
## LA SITUACIÓN FINANCIERA DE LOS HOGARES SE DETERIORA POR LA EVOLUCIÓN ADVERSA DE LAS RENTAS, A PESAR DE QUE SE REDUCE SU DEUDA

El saldo de crédito a los hogares se ha reducido debido tanto a factores de oferta como de demanda. A pesar de ello, las ratios de deuda y de carga financiera sobre la renta bruta disponible repuntaron como consecuencia del retroceso de las rentas. El ahorro experimentó un importante aumento en el segundo trimestre debido a motivos de precaución, consecuencia de la elevada incertidumbre ligada a la pandemia, y a las medidas de confinamiento, que redujeron el consumo de ciertos bienes y servicios. Dicho ahorro se canalizó, fundamentalmente, a través de depósitos bancarios.

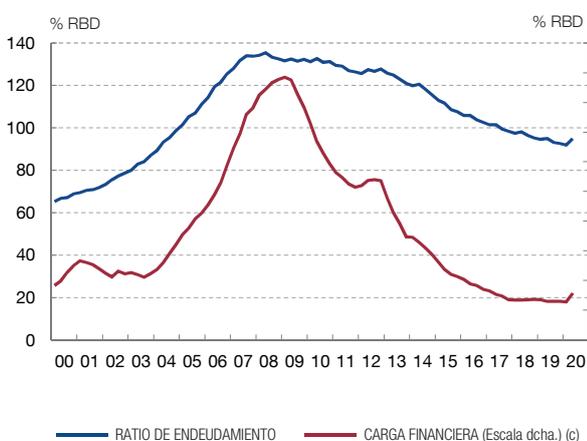
1 FINANCIACIÓN DE LOS HOGARES  
Variación interanual



2 TRABAJADORES EN ERTE Y TASA DE PARO



3 RATIOS DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA



4 DEPÓSITOS Y TASA BRUTA DE AHORRO



FUENTE: Banco de España.

- a ERTES (% empleo): Medias mensuales para el primer, segundo y tercer trimestre.
- b La tasa de paro está ajustada estacionalmente.
- c La carga financiera de las familias comprende los pagos que éstas realizan en concepto de intereses y amortización de la deuda.
- d Ahorro bruto % RBD: para el cálculo de la renta bruta disponible se acumulan cuatro trimestres.

trimestre de 2020 en términos interanuales. Esta evolución se explica principalmente por el aumento del desempleo, que pasó del 14 % a finales de 2019 al 16,3 % en el tercer trimestre de 2020, y por los trabajadores que se acogieron a los ERTE, que llegaron a alcanzar, a finales de mayo, alrededor de los 3 millones, si bien esta cifra

se redujo gradualmente desde entonces, hasta situarse en algo más de 725.000 a finales de septiembre (gráfico 1.10)<sup>20</sup>.

**Esta caída de los ingresos supone un aumento de la presión financiera soportada por los hogares.** Aunque la deuda de este sector no se ha elevado tras la crisis, el descenso de las rentas empeora su capacidad de repago. Así, para el conjunto del sector de hogares la ratio de deuda sobre renta bruta disponible (RBD) se incrementó casi 2 pp en el primer semestre, alcanzando el 95 % (gráfico 1.10). Esta evolución también ha resultado en un incremento de la ratio de carga financiera (definida como pagos en concepto de intereses y amortización de la deuda sobre RBD), que se incrementó en 28 pb hasta llegar al 11,6 %, a pesar de que los costes financieros medios no han aumentado. De nuevo, la intensidad de este aumento se moderará en alguna medida con los datos de RBD del tercer trimestre. Además, las moratorias de los préstamos para los hogares más vulnerables han ayudado hasta ahora a mitigar estos efectos, pero su duración es limitada, de modo que la presión financiera para algunos colectivos podría elevarse una vez que venzan dichas moratorias. Por su parte, el aumento del ahorro de los hogares no destinado al servicio de la deuda, consecuencia de la fuerte caída del consumo, parece haberse canalizado hacia los depósitos bancarios, que mostraron un avance interanual del 6,9 % en agosto (gráfico 1.10). No obstante, no se dispone de información actualizada de la distribución de este ahorro dentro del sector de hogares por lo que es difícil valorar hasta qué punto este desarrollo supone un mitigante del mayor grado de presión financiera para determinados colectivos de hogares.

### 1.3.2 Las Administraciones Públicas en España

**La evolución más reciente de las finanzas públicas en España refleja el impacto de la pandemia, particularmente elevado en nuestro país, y de las medidas adoptadas para contenerla.** La última información disponible muestra un notable repunte del déficit de las AAPP que, en junio, habría alcanzado, en términos acumulados de doce meses, el 6,9 % del PIB, algo más de 4 pp por encima del nivel registrado en el año 2019 (gráfico 1.11). Esta cifra refleja, en parte, la caída de los ingresos, concentrada especialmente en los meses de mayores restricciones durante la primavera, y, también, el aumento de los gastos. En este último caso, algo más del 70 % del incremento de los gastos se explica por las medidas discrecionales adoptadas en respuesta al Covid-19. Por su parte, la deuda de las AAPP se elevó en junio hasta el 110 % del PIB (14,6 pp más que en diciembre de 2019), en parte como consecuencia del desequilibrio de las cuentas públicas durante el primer semestre, pero también

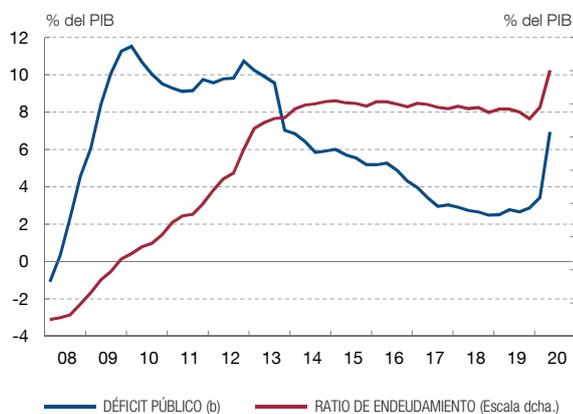
---

20 De acuerdo con la regulación actual, una vez que han transcurrido seis meses desde el inicio del ERTE, la prestación pasa del 70 % al 50 % del sueldo. Las prestaciones por desempleo son más reducidas que el sueldo previo a esta situación y finalizan pasado un cierto tiempo que depende de las circunstancias del trabajador.

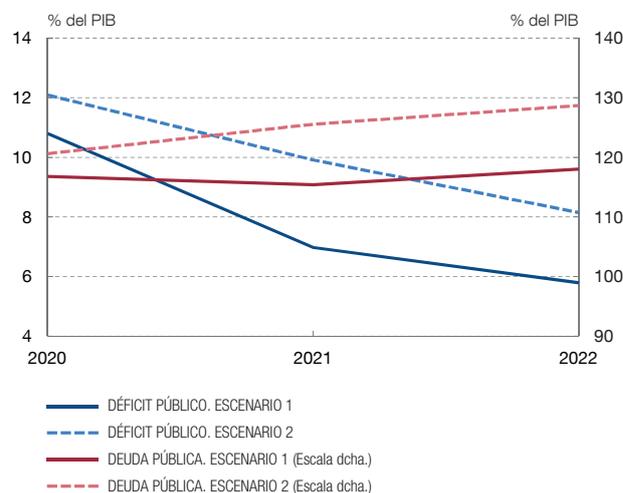
## LA PANDEMIA DEL COVID-19 TENDRÁ UN FUERTE IMPACTO NEGATIVO SOBRE LA POSICIÓN FINANCIERA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS ESPAÑOLAS

El elevado impacto sobre las finanzas públicas españolas que está teniendo la pandemia del Covid-19 aumenta la vulnerabilidad de las AAPP españolas ante posibles perturbaciones adicionales. La respuesta de las autoridades europeas constituye un importante mitigante de los riesgos en el corto plazo, pero no evita la necesidad de un proceso de consolidación creíble y sostenido a medio plazo, una vez superados los efectos de la crisis.

1 SITUACIÓN PATRIMONIAL DE LAS AAPP



2 PREVISIONES DEL BANCO DE ESPAÑA (a)



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

- a Escenarios macroeconómicos de las proyecciones del Banco de España publicadas en septiembre de 2020. El escenario 1 contempla la aparición de nuevos brotes que, sin embargo, requerirán solamente de medidas de contención de ámbito limitado, desde el punto de vista tanto geográfico como de las ramas afectadas. Por su parte, el escenario 2 contempla una mayor intensidad de los nuevos brotes de la pandemia, que, sin embargo, no llegarían a precisar de la aplicación de medidas de contención tan estrictas y generalizadas como las que estuvieron en vigor antes del inicio de la desescalada.
- b Datos acumulados de cuatro trimestres.

como resultado del adelanto en las emisiones de deuda previstas para este año, que, en contrapartida, ha llevado a un incremento de los activos financieros de las AAPP frente al resto de sectores de 3 pp del PIB en los seis primeros meses del año.

**Los últimos escenarios del Banco de España, publicados el pasado mes de septiembre<sup>21</sup>, anticipan un deterioro muy marcado del saldo de las AAPP para el conjunto de 2020 y una corrección parcial en los dos años siguientes.** En comparación con los de junio, los últimos escenarios publicados incorporan las nuevas medidas presupuestarias aprobadas en los meses del verano (el ingreso mínimo vital, la extensión de las actuaciones extraordinarias relacionadas con los ERTE y ceses de actividad de autónomos entre el 30 de junio y el 30 de septiembre, el fondo de financiación a las CCAA y la ampliación de las líneas de avales para préstamos a empresas). De acuerdo con los supuestos empleados, el saldo de las

21 Véase [Escenarios macroeconómicos para la economía española 2020-2022](#).

AAPP en 2020 podría situarse en el  $-10,8\%$  o en el  $-12,1\%$  del PIB, en función de que el escenario macroeconómico que termine materializándose se aproxime en mayor medida al primero o al segundo de los dos considerados en septiembre por el Banco de España (gráfico 1.11). La naturaleza temporal del grueso de las medidas discrecionales aprobadas este año, junto con la mejora cíclica esperada, permitiría una corrección del desequilibrio de las finanzas públicas en 2021 y 2022, pese a lo cual se situaría todavía en este último año, en cualquiera de los escenarios, por encima del  $5\%$  del PIB y, por tanto, significativamente por encima del observado en 2019.

**El aumento de la deuda pública será muy pronunciado en 2020, intensificando los retos a los que se enfrentan las finanzas públicas españolas.**

La ratio de deuda experimentaría este año un crecimiento de más de 20 pp en el escenario 1 y de unos 25 pp en el escenario 2, hasta situarse, respectivamente, en el  $116,8\%$  y el  $120,6\%$  del PIB. La ratio continuaría aumentando, en términos acumulados, durante el bienio posterior, sobre todo en el escenario 2. La crisis tiene un componente transitorio que, una vez superado, permitiría una significativa recuperación del saldo de las AAPP en los próximos años. No obstante, las AAPP emergerán de esta crisis con una posición vulnerable por diversas razones, que incluyen el alto nivel de deuda que previsiblemente se alcanzará, la probable existencia de algunos efectos negativos persistentes de la crisis sobre la actividad económica, el elevado componente estructural presente en el déficit público incluso antes de la irrupción del Covid-19, los significativos compromisos contingentes fruto de las medidas implementadas y los retos que se derivan del envejecimiento de la población<sup>22</sup>.

**La respuesta de las autoridades europeas constituye un importante mitigante de los riesgos en el corto plazo.**

Esa respuesta ha sido contundente, lo cual obedece, en gran medida, al carácter común de la perturbación negativa que el Covid-19 supone para el conjunto de la UE. A la vez, las acciones emprendidas reconocen las diferentes necesidades de los Estados miembros en función de su grado de afectación por la pandemia, lo que supone un soporte importante para la construcción del proyecto europeo. En el ámbito monetario, las medidas adoptadas por el BCE, y especialmente su PEPP, están contribuyendo a evitar tensiones en los mercados de deuda soberana, propiciando unas condiciones de financiación muy favorables, que cabe esperar que se mantengan en los próximos trimestres. En el ámbito fiscal, a las medidas de apoyo por parte de las instituciones europeas adoptadas durante la primavera, se une el comentado fondo NGEU, del que España podría llegar a beneficiarse por un importe de hasta 140 mm de euros, mediante préstamos y vía transferencias, aproximadamente a partes iguales.

**Una vez superada la crisis actual, la reconducción de las finanzas públicas en España requerirá de un esfuerzo considerable.**

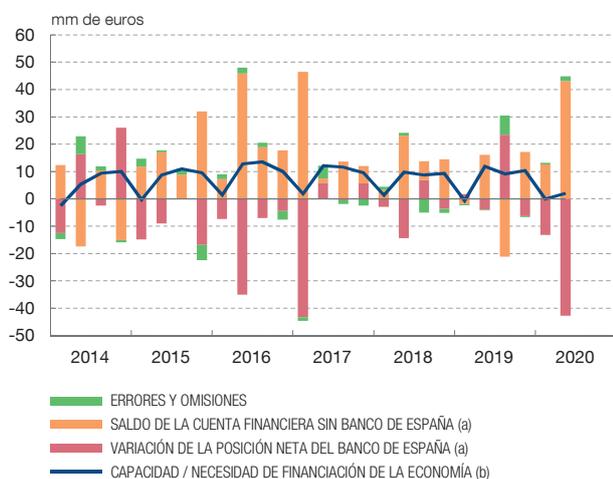
---

<sup>22</sup> Véase el [Capítulo 4](#) del Informe Anual de 2018 del Banco de España.

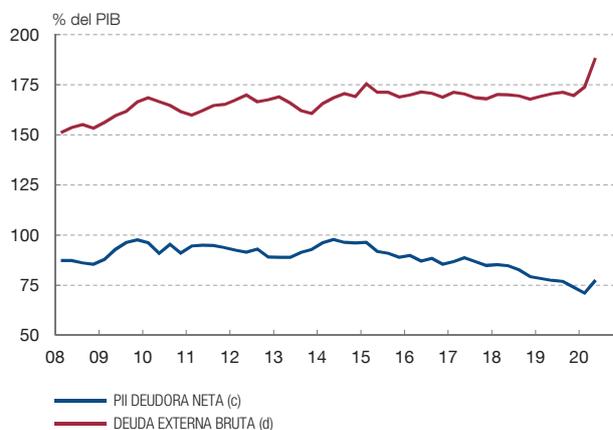
### LAS ENTRADAS DE CAPITALES EXTRANJEROS SE RESINTIERON EN LOS PRIMEROS COMPASES DE LA CRISIS SANITARIA AL TIEMPO QUE SE ELEVARON LA POSICIÓN DEUDORA NETA Y EL ENDEUDAMIENTO BRUTO EXTERNO DE LA ECONOMÍA

Tras el estallido de la crisis sanitaria aumentó el saldo acreedor de la cuenta financiera como consecuencia fundamentalmente de la desinversión del resto del mundo en España, movimiento que revertió posteriormente. Este aumento se concentró en los meses de marzo y particularmente abril, revertiendo posteriormente en mayo y junio.

1 CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA Y TRANSACCIONES FINANCIERAS CON EL EXTERIOR



2 PII DEUDORA NETA Y DEUDA EXTERNA BRUTA



FUENTE: Banco de España.

- a Variación neta de activos menos variación neta de pasivos.  
b Un valor positivo (negativo) de esta serie indica una posición acreedora (deudora).  
c La PII deudora neta es la diferencia entre el valor de los pasivos exteriores de los sectores residentes y el de los activos frente al resto del mundo.  
d La deuda externa comprende el saldo de todos los pasivos que dan lugar a pagos futuros de principal, intereses o ambos (es decir, todos los instrumentos financieros a excepción de los fondos propios, los derivados financieros y el oro monetario en lingotes).

AAPP se encontrarán previsiblemente con unas necesidades de financiación y un nivel de deuda muy elevados, cuya corrección requerirá de un esfuerzo muy grande. No obstante, dicho esfuerzo debe retrasarse hasta que la economía española se haya recuperado plenamente de los efectos derivados de la crisis. Será entonces cuando las autoridades tendrán que implementar un programa creíble y suficiente de consolidación a lo largo de un período dilatado de tiempo, que proporcione margen de respuesta ante otras posibles perturbaciones y favorezca el crecimiento a largo plazo.

### 1.3.3 Los flujos financieros frente al resto del mundo y la posición de inversión internacional

**La crisis sanitaria también ha influido en la evolución de los flujos financieros entre la economía española y el resto del mundo.** En el segundo trimestre del año, la cuenta financiera de la Balanza de Pagos, excluido el Banco de España, arrojó un saldo acreedor de 43 mm de euros, el más elevado desde el primer trimestre de 2017 (gráfico 1.12). Se produjeron cuantiosas desinversiones en cartera

de los no residentes en los primeros meses de la pandemia, que revirtieron posteriormente en línea con la relajación de las tensiones en los mercados financieros internacionales. En el caso de otras inversiones, en abril se produjo una fuerte caída de los depósitos de los extranjeros en entidades nacionales. En conjunto, estos descensos de los pasivos exteriores, junto con los programas de compras de activos del Eurosistema, habrían condicionado la evolución de la cuenta financiera del Banco de España, que ha presentado un elevado saldo deudor desde marzo, si bien se ha moderado en los últimos meses tras la reanudación de las entradas de capital del exterior en la economía española.

**La posición deudora neta frente al exterior de la economía española y el endeudamiento externo se han elevado, en términos de PIB, como consecuencia de los efectos valoración y de la caída del producto.** En el segundo trimestre de 2020, la PII deudora neta de la economía española se incrementó en 30 mm de euros, debido al importe negativo de los efectos valoración y otros ajustes, puesto que las transacciones financieras con el exterior presentaron un flujo ligeramente positivo. En relación con el PIB, la PII deudora neta se situó en el 77,5 %, 6,5 pp más que el trimestre previo, condicionada por la fuerte contracción del producto. La deuda externa bruta de la nación se elevó en 56,8 mm en el segundo trimestre de 2020, debido a los efectos de valoración, situándose en términos de PIB en el 188,3 %, su máximo histórico (gráfico 1.12). La elevada posición deudora de la economía española sigue constituyendo un elemento de vulnerabilidad, especialmente en el contexto actual de elevada incertidumbre sobre la evolución económica futura.

