

# 1

## EL IMPACTO ECONÓMICO DE LA PANDEMIA



### 1 Introducción

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

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

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

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

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

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

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

---

<sup>1</sup> Véase [Fondo Monetario Internacional \(2021\)](#).

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

**El impacto de la pandemia sobre la economía española ha sido extraordinariamente elevado, tanto desde un punto de vista histórico como en una comparativa internacional.** Todos los desarrollos y condicionantes descritos anteriormente son perfectamente válidos para describir el impacto de la crisis actual sobre la economía española. Así, el PIB español se contrajo intensamente en el primer semestre de 2020 —muy por encima del retroceso que experimentó el conjunto de la Unión Económica y Monetaria (UEM)—, y, a partir de entonces, comenzó una senda de recuperación que se ha caracterizado por su fragilidad. En particular, tras un crecimiento muy intenso en el tercer trimestre, el producto de la economía española se estancó en el tramo final de 2020 e incluso retrocedió ligeramente en el primer trimestre de este año. De hecho, el PIB español aún se encuentra un 9,4% por debajo de su nivel precrisis, brecha que es claramente superior a la observada en el conjunto de la UEM y en otras economías avanzadas.

Los motivos que explican este mayor impacto adverso de la pandemia en España son diversos. Algunos de estos factores tienen que ver con la propia evolución de la pandemia en nuestro país, pero otros tienen un carácter más estructural y estarían relacionados con las peculiaridades de la estructura productiva española, en la que los sectores, las empresas y los trabajadores que tienen un peso relativo elevado son, precisamente, los que más se han visto afectados por la pandemia.

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

Los motivos que explican este mayor impacto adverso de la pandemia en España son diversos. Algunos de estos factores tienen que ver con la propia evolución de la pandemia en nuestro país, pero otros tienen un carácter más estructural y estarían relacionados con las peculiaridades de la estructura productiva española, en la que los sectores, las empresas y los trabajadores que tienen un peso relativo elevado son, precisamente, los que más se han visto afectados por la pandemia.

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

Entre estos factores destacan la velocidad con la que se recuperen los flujos de turismo internacional y la intensidad con la que los hogares españoles hagan uso, en los próximos trimestres, de la bolsa de ahorro que han acumulado desde el comienzo de la pandemia. El grado de vigor de la actividad económica española a corto plazo también dependerá de cómo se ajusten a una coyuntura en continua evolución los principales instrumentos de política económica que se han desplegado en nuestro país para hacer frente a la pandemia —en especial, los expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE) y las medidas de apoyo a la liquidez y la solvencia empresarial—. Asimismo, dependerá de la efectividad de estos instrumentos para evitar una reducción persistente de nuestra capacidad de crecimiento.

El grado de vigor de la actividad económica española a corto plazo también dependerá de cómo se ajusten a una coyuntura en continua evolución los principales instrumentos de política económica que se han desplegado en nuestro país para hacer frente a la pandemia —en especial, los expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE) y las medidas de apoyo a la liquidez y la solvencia empresarial—. Asimismo, dependerá de la efectividad de estos instrumentos para evitar una reducción persistente de nuestra capacidad de crecimiento.

Asimismo, dependerá de la efectividad de estos instrumentos para evitar una reducción persistente de nuestra capacidad de crecimiento.

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

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

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

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

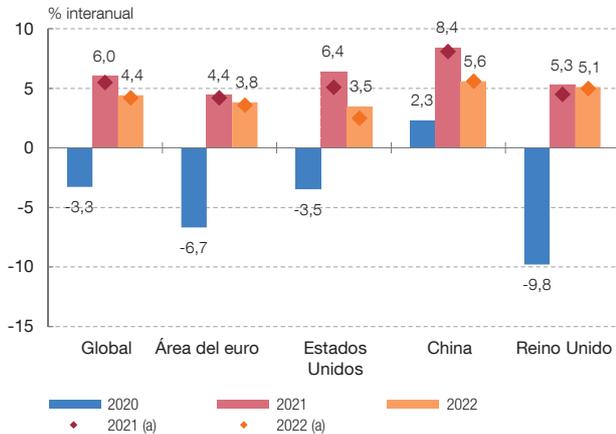
**La pandemia y las medidas de contención han incidido de manera especial en los sectores económicos más dependientes de las interacciones personales y en las decisiones de gasto privado** (véase gráfico 1.2.1). El impacto de la pandemia está siendo muy heterogéneo por sectores de actividad, y la intensidad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

Gráfico 1.1

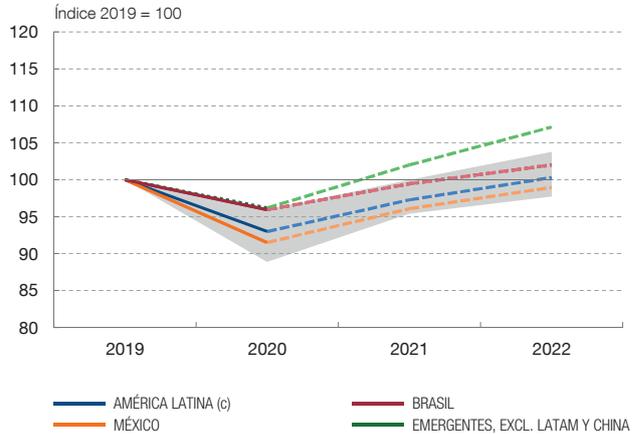
## LA RECUPERACIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL VA GANANDO TRACCIÓN A UN RITMO CONDICIONADO POR LA PERSISTENCIA DE LA PANDEMIA Y CON HETEROGENEIDAD ENTRE PAÍSES

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

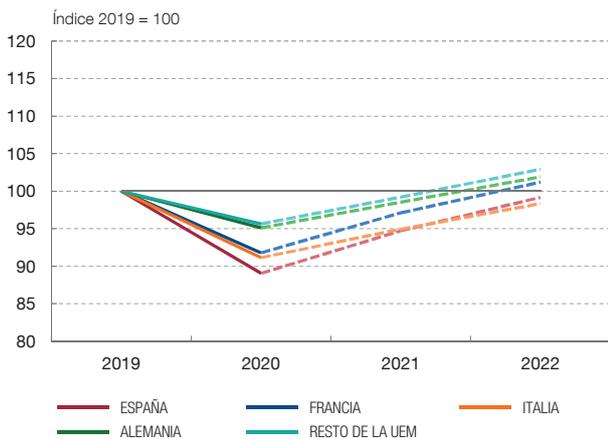
1 CRECIMIENTO DEL PIB Y PREVISIONES DEL FMI (ABRIL)



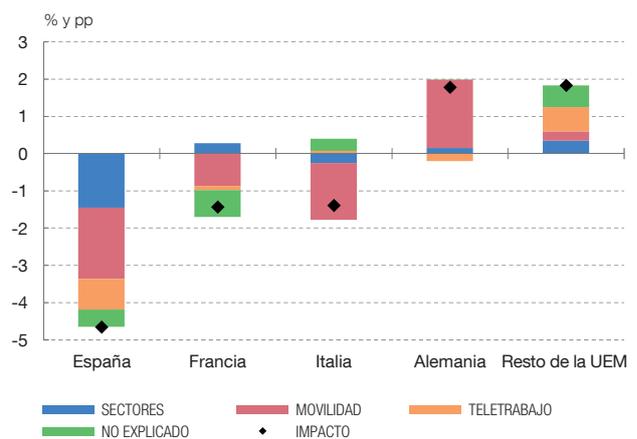
2 NIVELES DEL PIB EN AMÉRICA LATINA (b)



3 NIVEL DEL PIB EN EL ÁREA DEL EURO



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



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

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



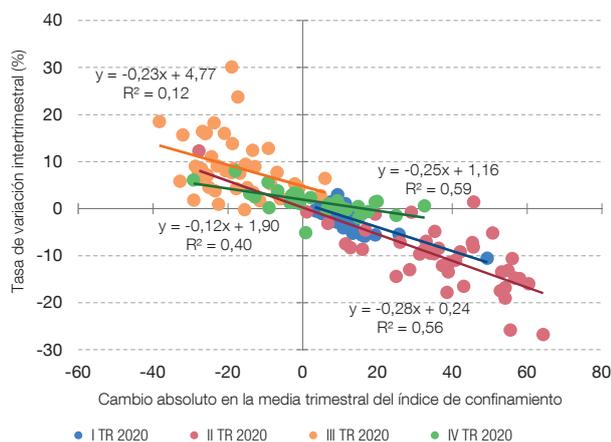
las que conllevan un mayor grado de interacción personal —como las de comercio, transporte y hostelería— y, por tanto, se han visto más condicionadas por las medidas de distanciamiento social establecidas (véase gráfico 1.2.2). En cuanto a los componentes de la demanda, la debilidad de la actividad se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

Gráfico 1.2

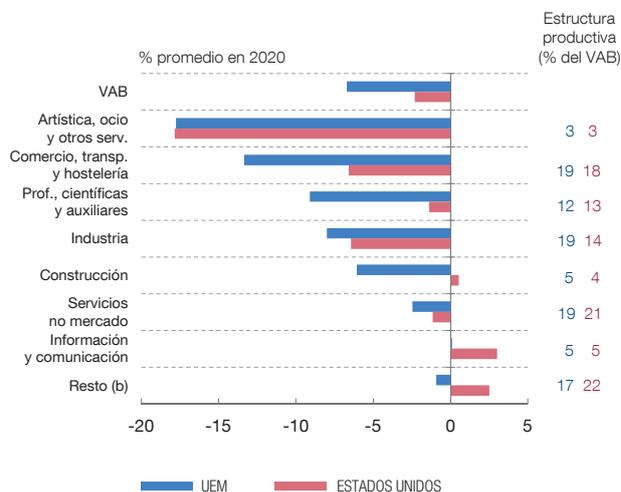
## LA VELOCIDAD EN LA SALIDA DE LA CRISIS DEPENDE DEL GRADO DE NORMALIZACIÓN DE LOS PATRONES DE GASTO DE LOS AGENTES Y DE LA RECUPERACIÓN DE LOS SECTORES MÁS AFECTADOS

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

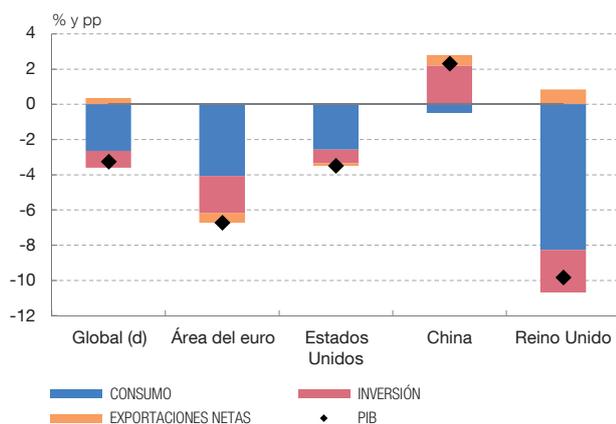
1 CRECIMIENTO DEL PIB Y CAMBIOS EN EL ÍNDICE DE CONFINAMIENTO (a)



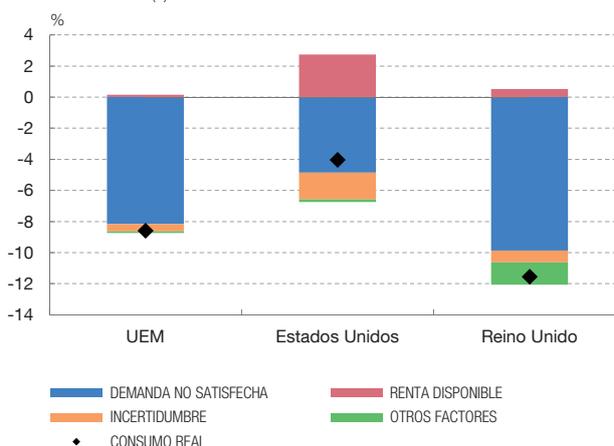
2 CRECIMIENTO POR SECTORES DEL VAB (b)



3 DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO EN 2020 (c)



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



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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

5 Véase [Banco de España \(2020a\)](#).

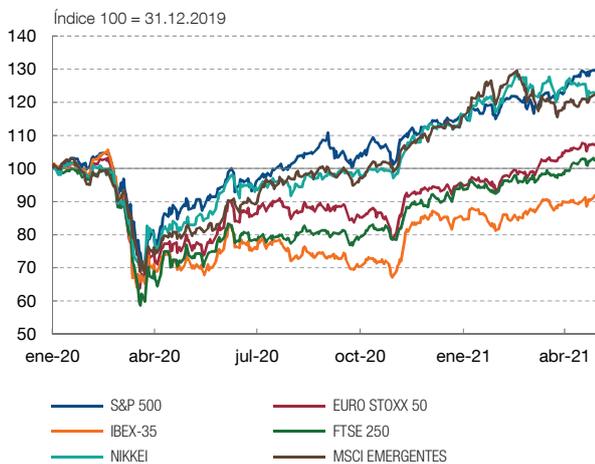
6 Véase [Banco de España \(2020f\)](#).

Gráfico 1.3

## RECUPERACIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

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

1 ÍNDICES DE BOLSA



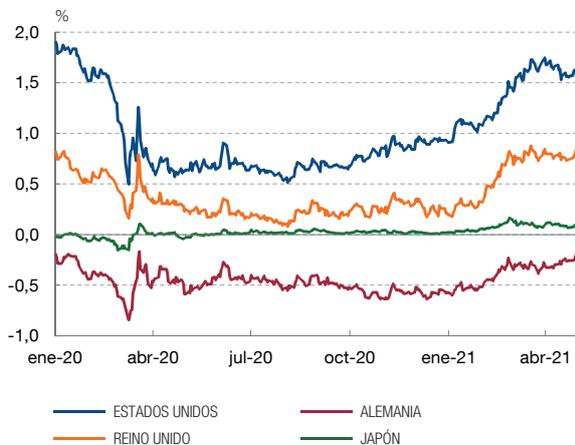
2 DIFERENCIALES DE LOS BONOS DE ALTO RENDIMIENTO RESPECTO A LA CURVA SWAP Y DIFERENCIALES SOBERANOS EMERGENTES (EMBI) (a)



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



4 TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

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



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

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

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

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

---

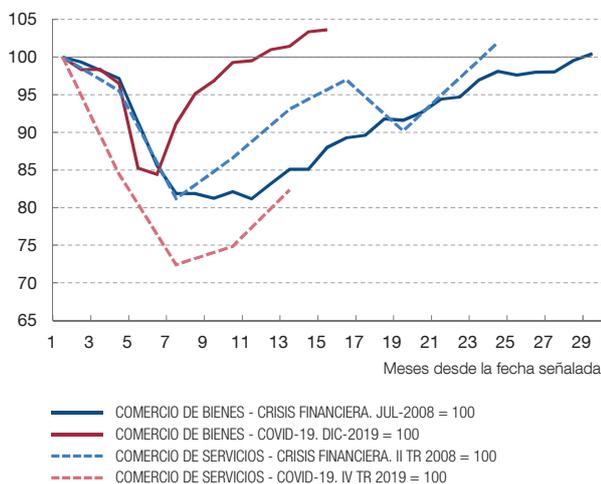
<sup>7</sup> Véase Banco de España (2021a), de próxima publicación.

Gráfico 1.4

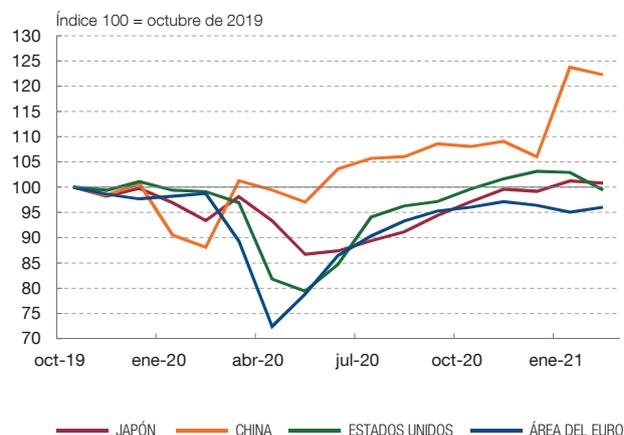
## EL COMERCIO MUNDIAL SE RECUPERA CON FUERZA, SALVO POR LOS SERVICIOS, LO QUE TIENE UN MAYOR IMPACTO NEGATIVO EN LAS EXPORTACIONES DE LA UEM

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

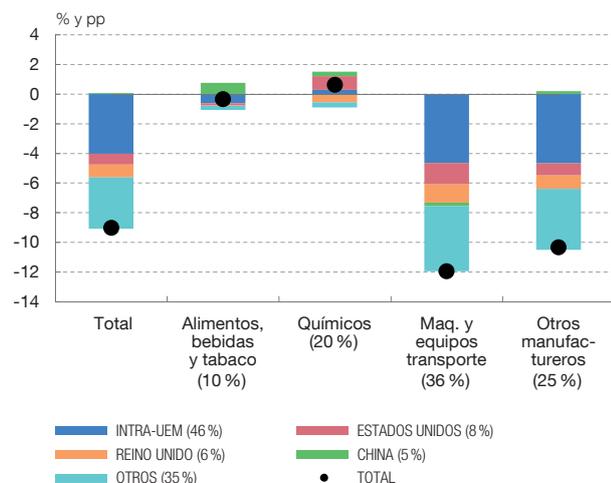
1 COMPARACIÓN DE LA EVOLUCIÓN DEL COMERCIO INTERNACIONAL (a)



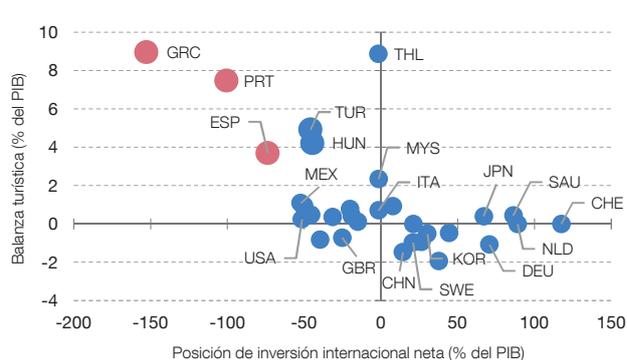
2 EVOLUCIÓN DEL COMERCIO DE BIENES POR ÁREAS



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



4 BALANZA TURÍSTICA Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA EN 2019



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

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



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

8 Véase Buesa *et al.* (2021).

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

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

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

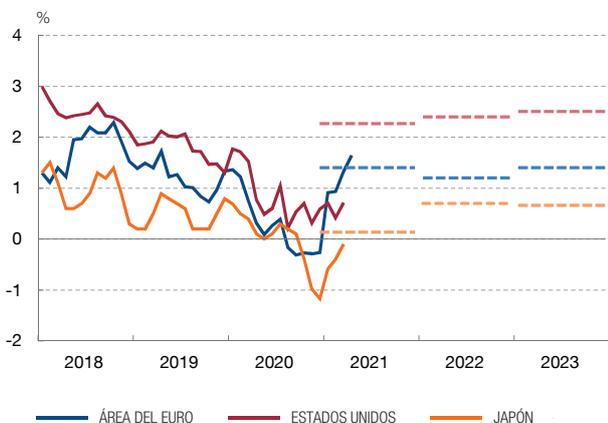
---

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

### LA CRISIS HA ACENTUADO LAS TENDENCIAS DESINFLACIONISTAS

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

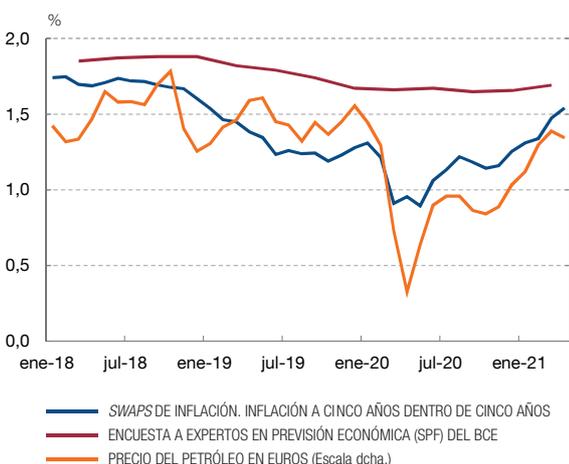
1 INFLACIÓN EN ECONOMÍAS AVANZADAS  
Evolución mensual y previsiones anuales (a)



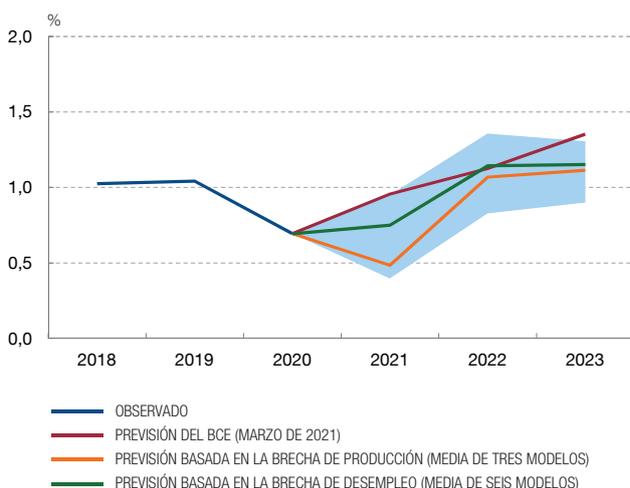
2 PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS



3 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A LARGO PLAZO EN LA UEM



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



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

a Previsiones del FMI (*WEO*, abril de 2021).

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



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

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

10 Véase Párraga y Roth (2021).

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

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

### 3 El comportamiento de la actividad en España

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

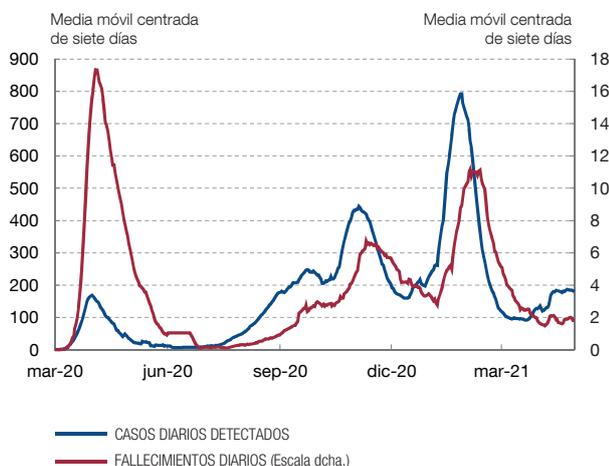
<sup>11</sup> Véase Banco Central Europeo (2021).

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

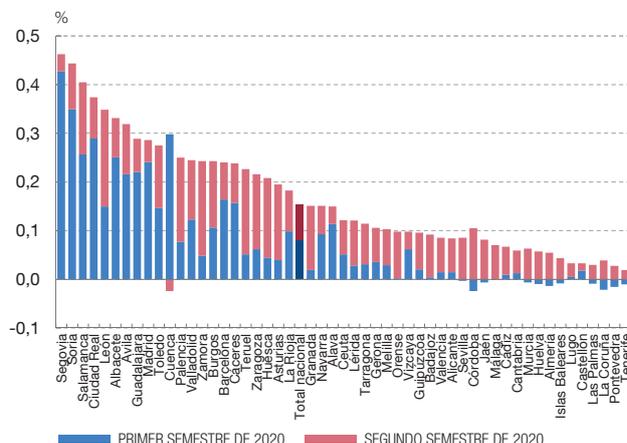
**LA PANDEMIA DE COVID-19 HA SUPUESTO UN EXTRAORDINARIO RETO DE SALUD PÚBLICA EN ESPAÑA**

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

1 EVOLUCIÓN DE LA PANDEMIA DE COVID-19 EN ESPAÑA  
Casos diarios por millón de habitantes



2 EXCESO DE MORTALIDAD  
(DEFUNCIONES EN 2020 – PROMEDIO DEFUNCIONES EN 2019 Y 2018) / POBLACIÓN



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Sanidad.



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

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

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

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

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

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

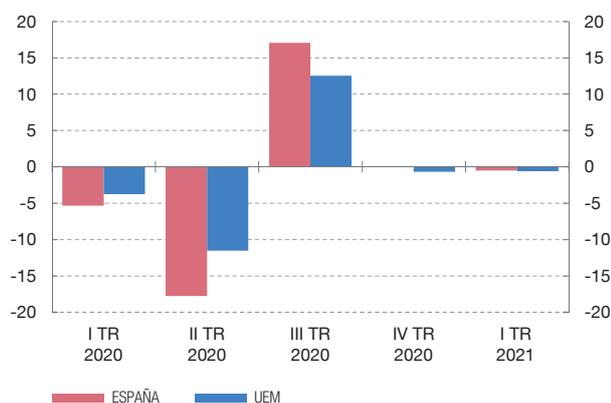
### 3.1 El impacto de la crisis: magnitud y heterogeneidad

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

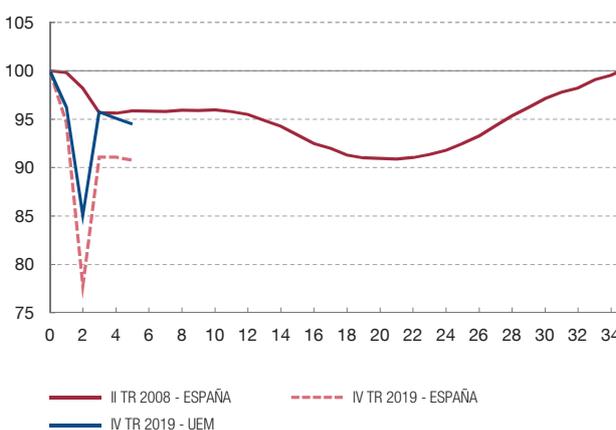
**EL IMPACTO ECONÓMICO DE LA CRISIS SANITARIA HA SIDO DE UNA MAGNITUD SIN PRECEDENTES EN TIEMPOS DE PAZ**

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

1 EVOLUCIÓN DEL PIB REAL  
Tasas de variación intertrimestral, %



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



FUENTES: Eurostat e Instituto Nacional de Estadística.

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

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

Cuadro 1.1

**PRINCIPALES MACROMAGNITUDES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**

Tasas de variación anual sobre el volumen y porcentaje del PIB

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

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

**a** Incluye maquinaria, bienes de equipo, sistemas de armamento, recursos biológicos cultivados y productos de la propiedad intelectual.**b** Contribución al crecimiento.**c** En % de la renta bruta disponible.

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

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

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

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

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

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

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

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

---

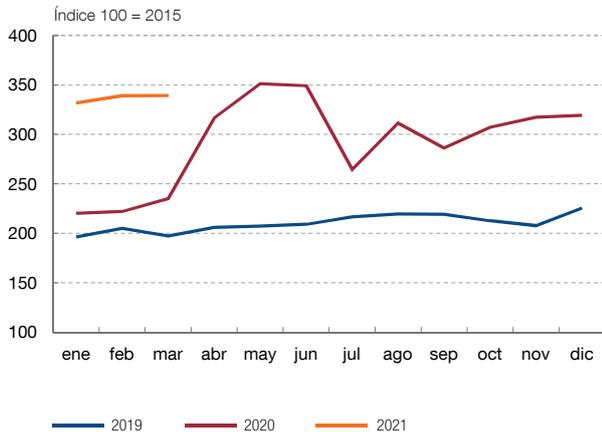
15 Véase Ghirelli *et al.* (2021).

16 Véase Ghirelli *et al.* (2021).

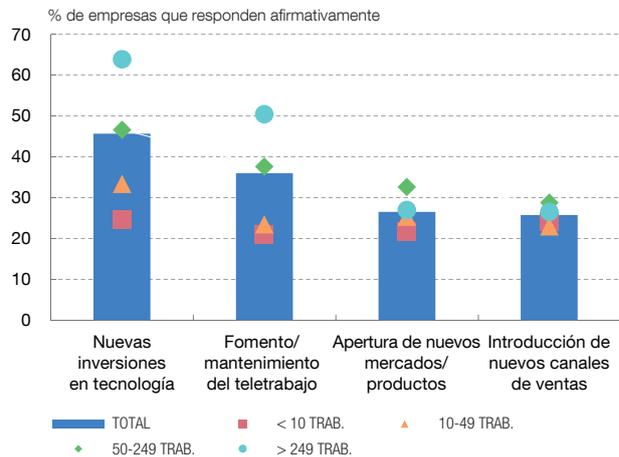
## LA NOTABLE CAPACIDAD DE ADAPTACIÓN DE LOS AGENTES ECONÓMICOS A LA PANDEMIA HABRÍA PERMITIDO MITIGAR SU IMPACTO ECONÓMICO ADVERSO

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

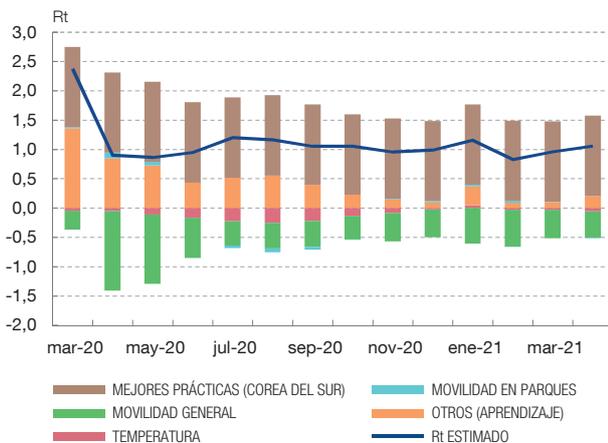
1 EVOLUCIÓN DEL COMERCIO ONLINE EN ESPAÑA (a)



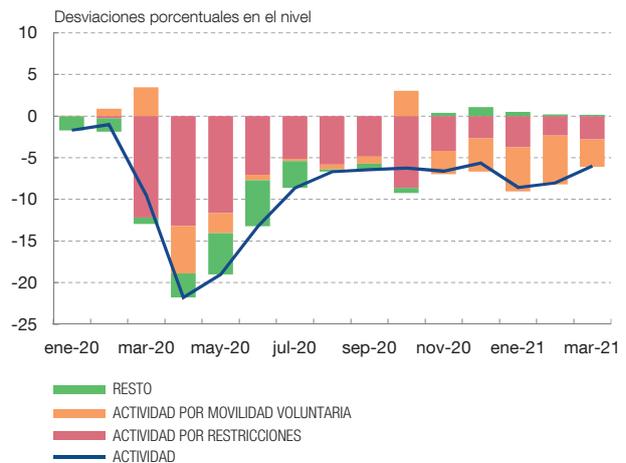
2 MEDIDAS PREVISTAS PARA EL PRIMER SEMESTRE DE 2021, POR TAMAÑO DE EMPRESA



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



4 INDICADOR MENSUAL DE ACTIVIDAD (c)



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a Comercio al por menor por correspondencia e Internet (INE).

b Ghirelli *et al.* (2021). El coeficiente de reproducción efectivo (Rt) mide el número de contagios que genera en promedio cada infectado.

c Ghirelli *et al.* (2021). Relación entre las medidas de contención de la pandemia, la movilidad y la actividad económica.



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

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

**El VAB de las ramas de comercio, transporte, hostelería y actividades artísticas y recreativas aún se situaba, en el primer trimestre de 2021, un 21,3% y un 32,8% por debajo de su nivel precrisis, respectivamente** (véase gráfico 1.9.4).

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

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

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

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

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

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

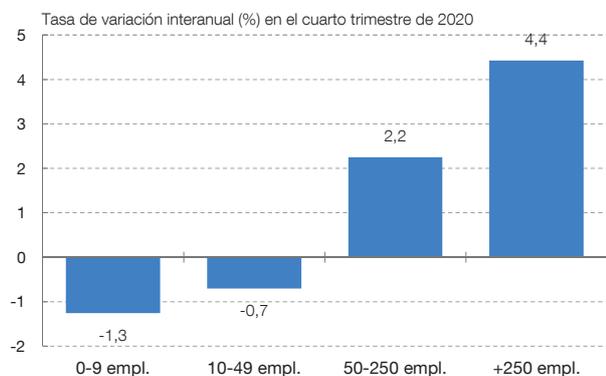
21 Véase Fernández-Cerezo (2021).

Gráfico 1.9

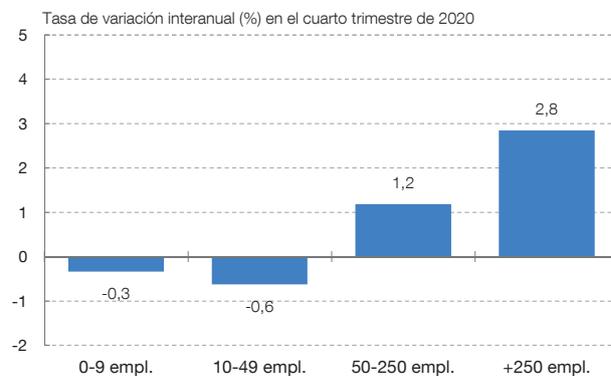
## LA CRISIS SANITARIA ESTÁ TENIENDO UN IMPACTO MUY HETEROGÉNEO A ESCALA SECTORIAL Y REGIONAL, Y ENTRE DISTINTOS TIPOS DE EMPRESAS Y TRABAJADORES

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

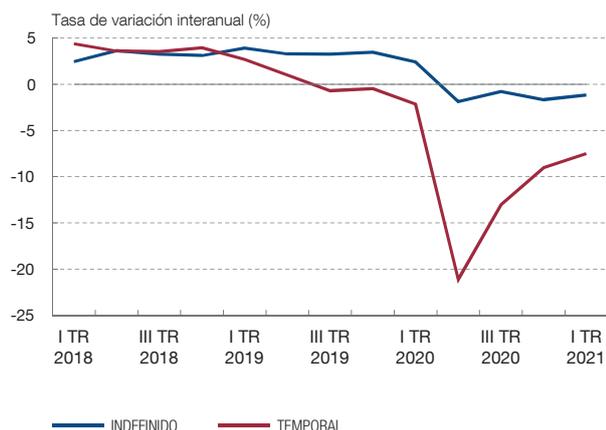
1 EVOLUCIÓN DE LA FACTURACIÓN (DESCONTADA LA MEDIA DEL SECTOR) POR TAMAÑO EMPRESARIAL



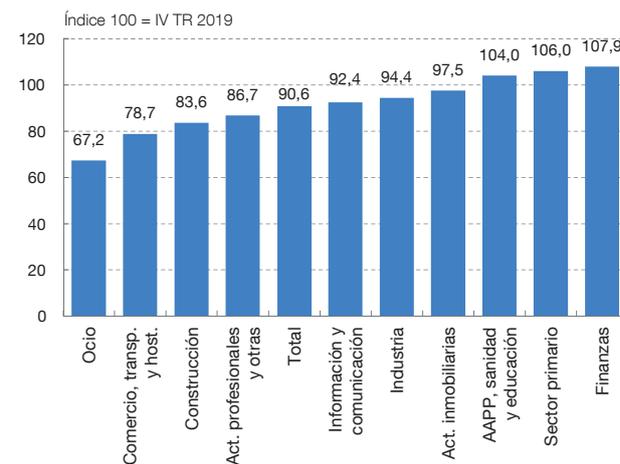
2 EVOLUCIÓN DEL EMPLEO (DESCONTADA LA MEDIA POR SECTOR) POR TAMAÑO EMPRESARIAL



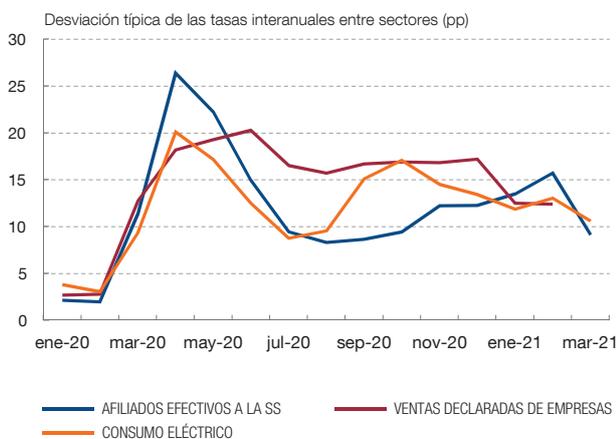
3 EVOLUCIÓN DEL EMPLEO POR TIPO DE CONTRATO



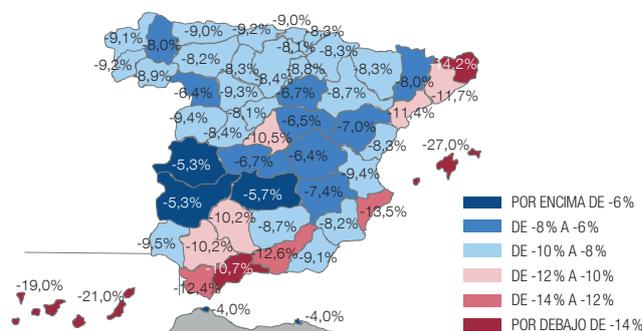
4 VAB EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2021



5 DISPERSIÓN SECTORIAL



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



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



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

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

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

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

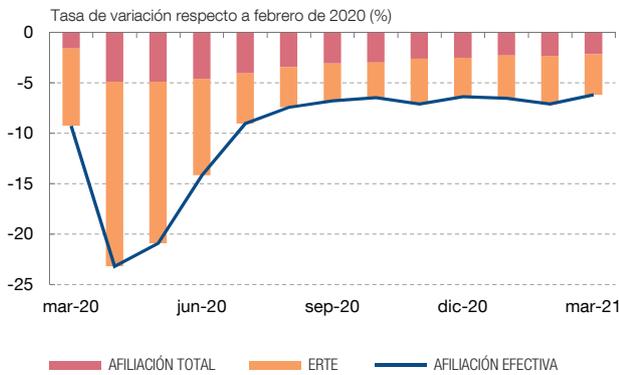
---

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

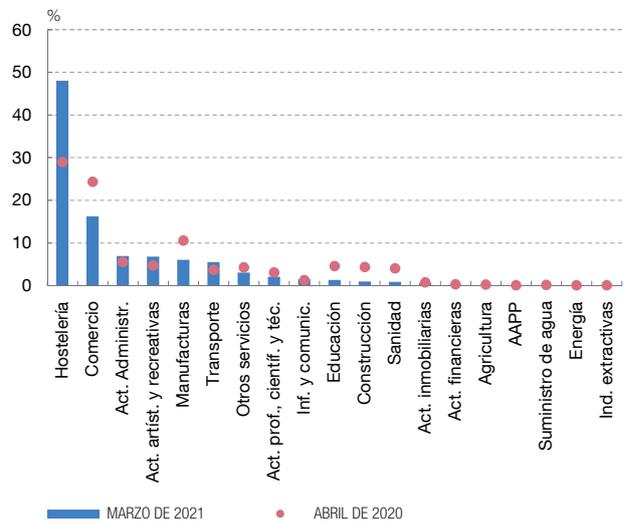
**IMPACTO DE LA CRISIS DEL COVID-19 SOBRE EL MERCADO LABORAL**

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

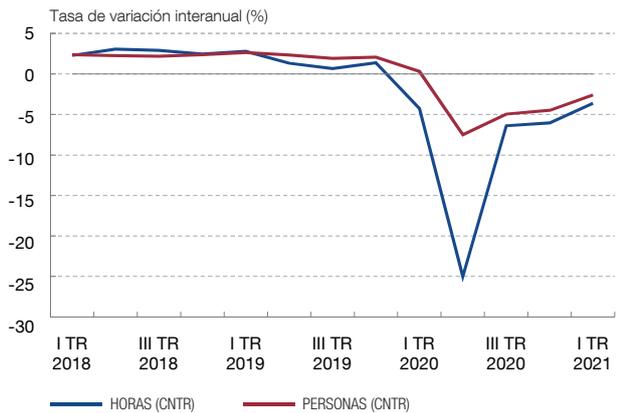
1 AFILIACIÓN TOTAL, TRABAJADORES EN ERTE Y AFILIACIÓN EFECTIVA



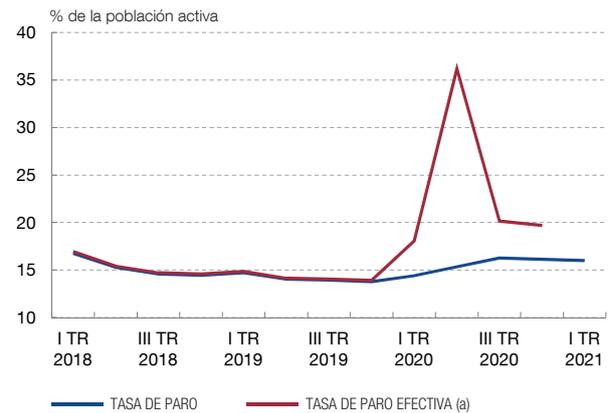
2 DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DE LOS TRABAJADORES EN ERTE



3 INDICADORES DE EMPLEO



4 TASA DE PARO



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

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

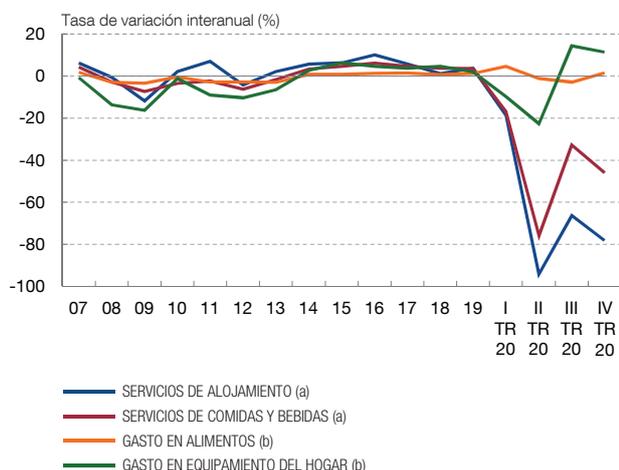


consecuencia de las profundas caídas que registraron todos sus componentes, excepto el consumo público. En efecto, esta última partida mostró un comportamiento distinto al observado en el resto de las principales rúbricas de la demanda interna y aumentó un 3,8 % en 2020, la tasa de crecimiento más elevada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

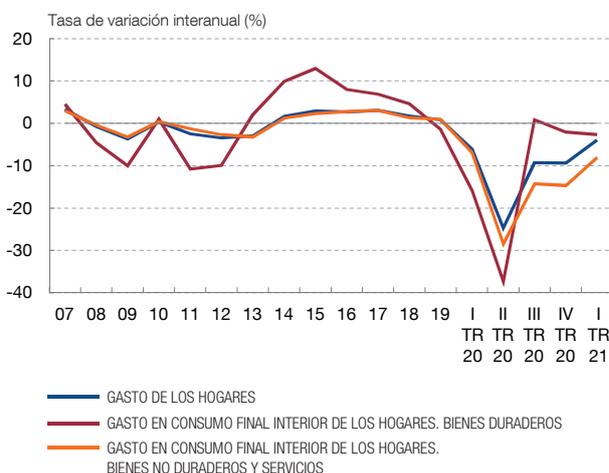
**EL IMPACTO DE LA PANDEMIA SOBRE EL CONSUMO DE LAS FAMILIAS**

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

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



2 CONSUMO DE LAS FAMILIAS



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

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

b Serie en términos reales.



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

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

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

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

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

---

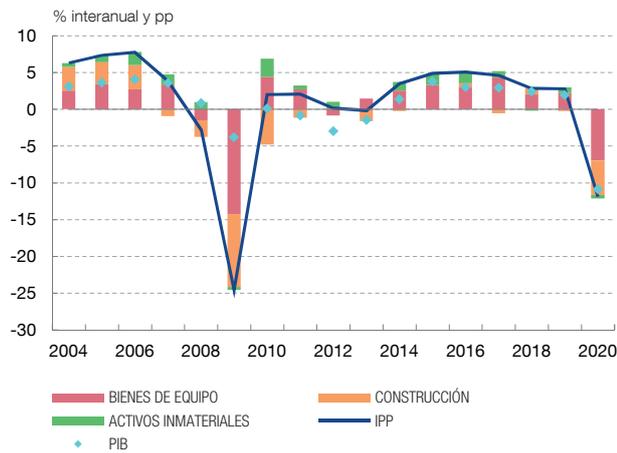
23 De acuerdo con los datos del índice del comercio al por menor del INE, las ventas de equipamiento del hogar (que incluyen los ordenadores) descendieron un 2,8 % en 2020 y las del resto de bienes (donde se contabilizan las ventas de material y equipo de oficina, incluidos los muebles) retrocedieron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

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

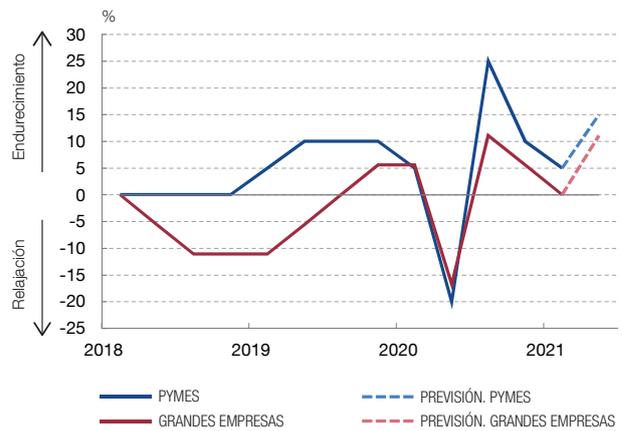
## LA CAÍDA DE LA INVERSIÓN EMPRESARIAL SE HABRÍA VISTO AMORTIGUADA POR EL MANTENIMIENTO DE UNAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN RELATIVAMENTE HOLGADAS

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

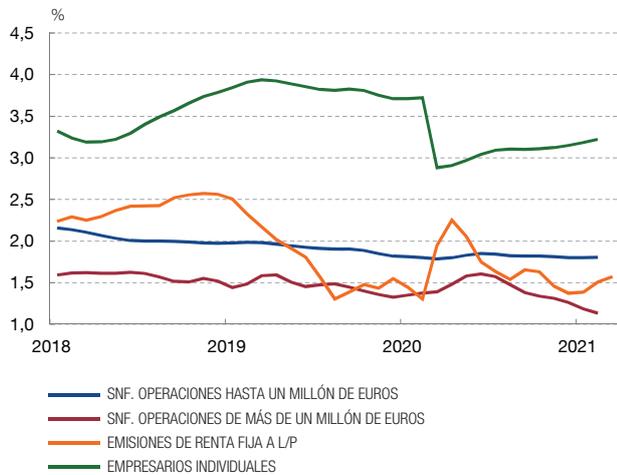
1 INVERSIÓN PRODUCTIVA PRIVADA (IPP) Y PIB



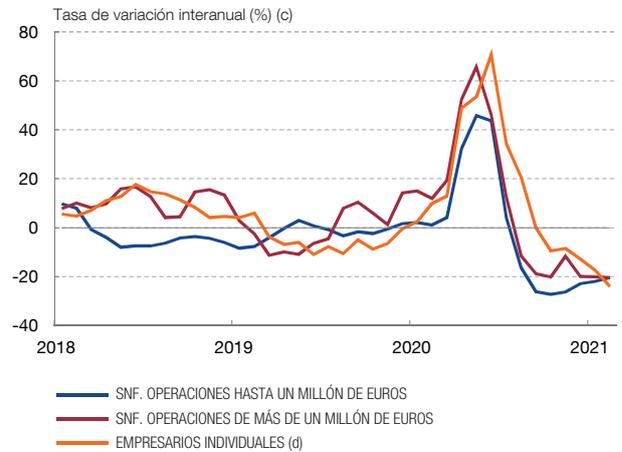
2 EPB: VARIACIÓN DE LOS CRITERIOS DE APROBACIÓN DE PRÉSTAMOS (a)



3 COSTES DE FINANCIACIÓN (b)



4 NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO



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

- a EPB. Indicador = porcentaje de entidades que han endurecido los criterios considerablemente  $\times 1$  + porcentaje de entidades que han endurecido los criterios en cierta medida  $\times 1/2$  - porcentaje de entidades que han relajado los criterios considerablemente  $\times 1$  - porcentaje de entidades que han relajado los criterios en cierta medida  $\times 1/2$ .
- b Los tipos de interés de los préstamos bancarios son tipos efectivos definición restringida (TEDR), es decir, no incluyen comisiones ni gastos conexos a los préstamos, y están ajustados por estacionalidad y por el componente irregular.
- c Flujo acumulado de tres meses.
- d Incluye las nuevas operaciones que son renegociaciones de créditos anteriores.



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

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

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

---

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

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

Gráfico 1.13

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

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

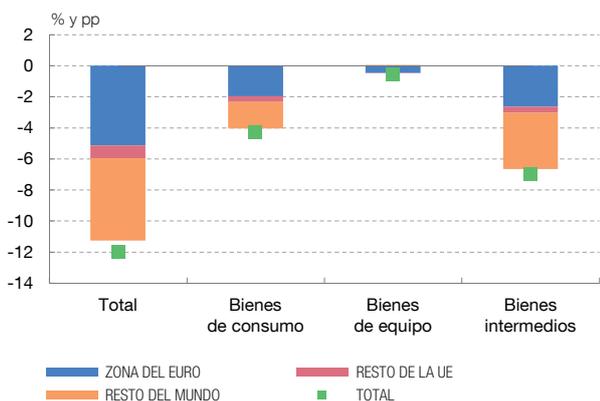
1 EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES



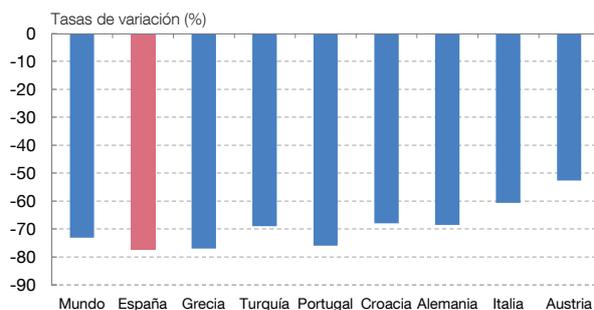
2 IMPORTACIONES Y DEMANDA FINAL



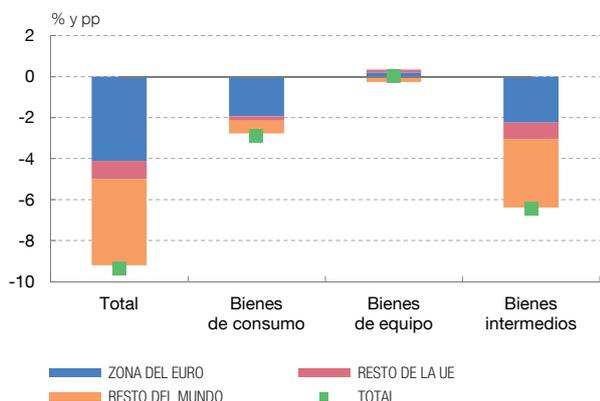
3 EVOLUCIÓN DE LAS IMPORTACIONES REALES DE BIENES. AÑO 2020



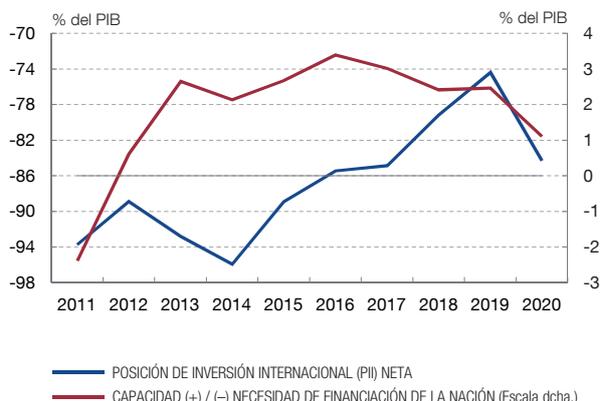
4 LLEGADAS DE TURISTAS INTERNACIONALES. AÑO 2020



5 EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES REALES DE BIENES. AÑO 2020



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



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



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

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

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

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

---

27 Véase [García, Martín y Viani \(2020\)](#).

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

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

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

---

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

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

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

1 SALDO TOTAL Y ESTRUCTURAL DE LAS AAPP



2 EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA



3 INGRESOS Y GASTOS DE LAS AAPP

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

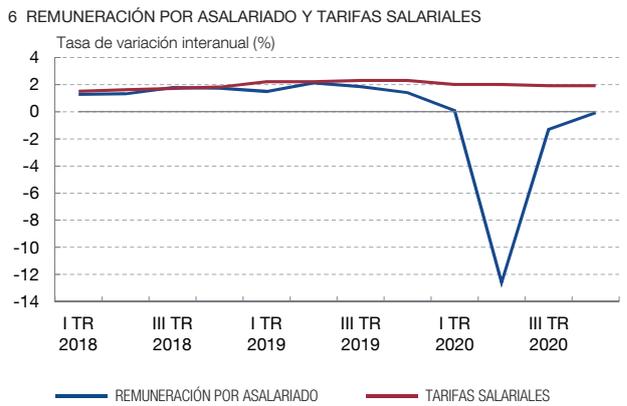
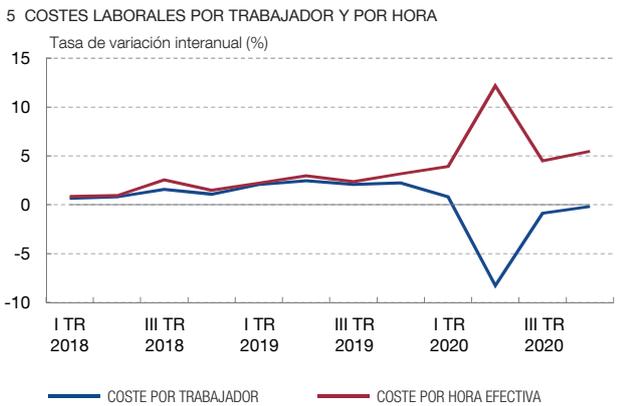
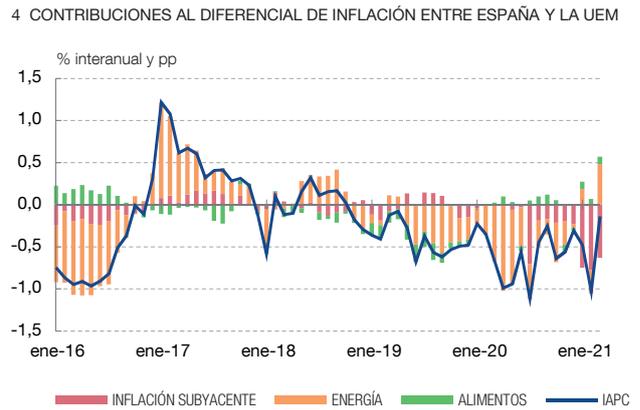
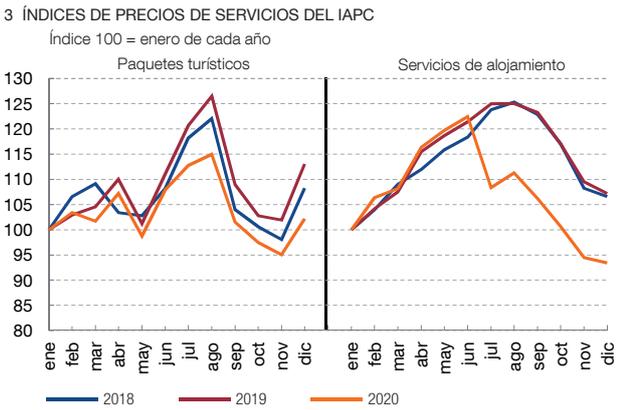
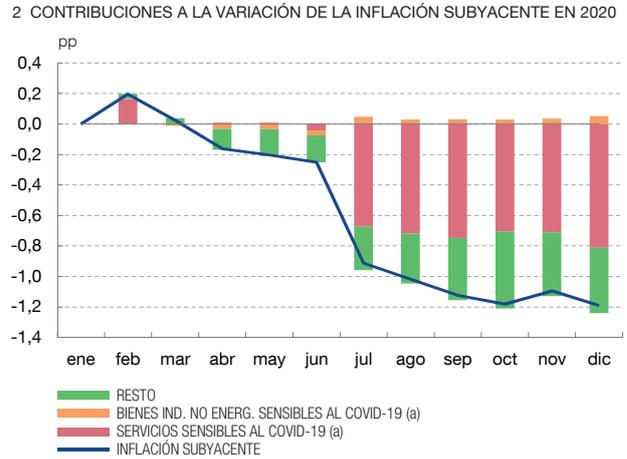
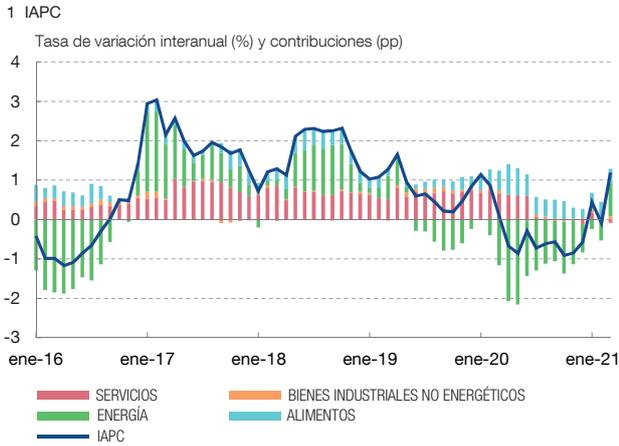
29 Para identificar estas partidas sensibles al COVID-19, se estiman regresiones de las tasas interanuales de las clases de partidas del IAPC con una *dummy* que toma valor 1 a partir de marzo de 2020. Se consideran clases sensibles al COVID-19 aquellas para las que el coeficiente de esta *dummy* resulta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

30 Véase [Sánchez \(2020\)](#).

Gráfico 1.15

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

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



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

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



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

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

### 3.2 Las principales fuentes de incertidumbre

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

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

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

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

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

---

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

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



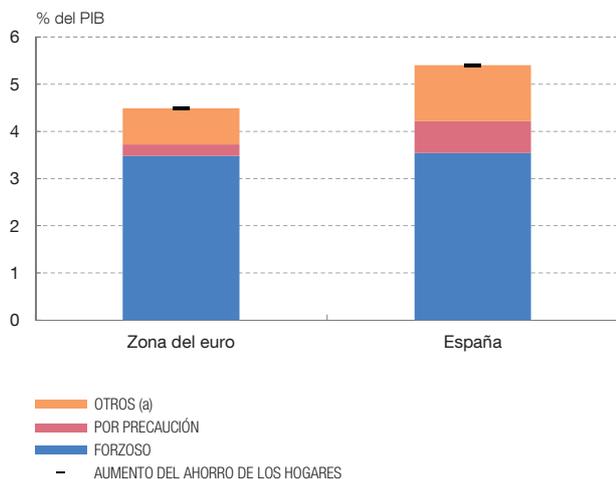
FUENTE: Banco de España.

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

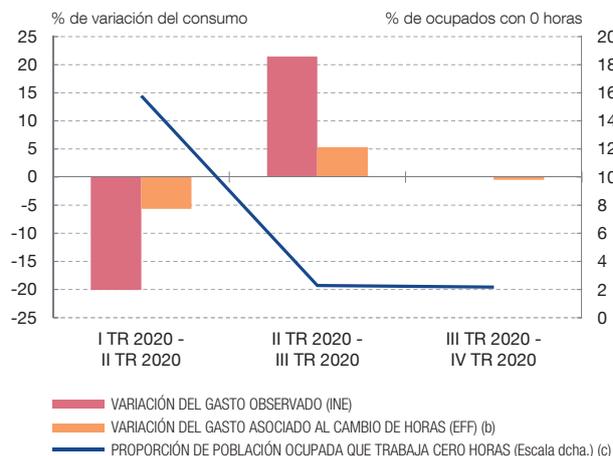
## FACTORES QUE CONDICIONARÁN LA SENDA DE RECUPERACIÓN DEL CONSUMO DE LAS FAMILIAS EN LOS PRÓXIMOS TRIMESTRES

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

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



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



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

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



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

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

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

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

---

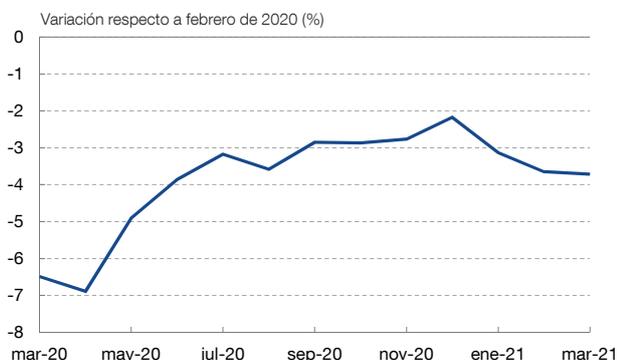
los empleados por cuenta ajena o propia que trabajaron cero horas en 2020 se asimila al de los trabajadores en industrias similares que habían perdido recientemente su empleo o negocio en 2017 —dado que el subsidio de desempleo representa un 70 % de las rentas laborales, un porcentaje similar al sustituido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

Gráfico 1.17

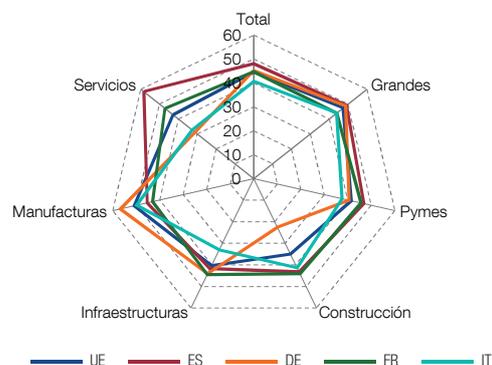
## EL IMPACTO DE LA CRISIS SOBRE EL TEJIDO EMPRESARIAL Y EL ESCASO USO DE LA CAPACIDAD INSTALADA PODRÍAN LIMITAR LA RECUPERACIÓN DE LA INVERSIÓN EMPRESARIAL A CORTO Y A MEDIO PLAZO

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

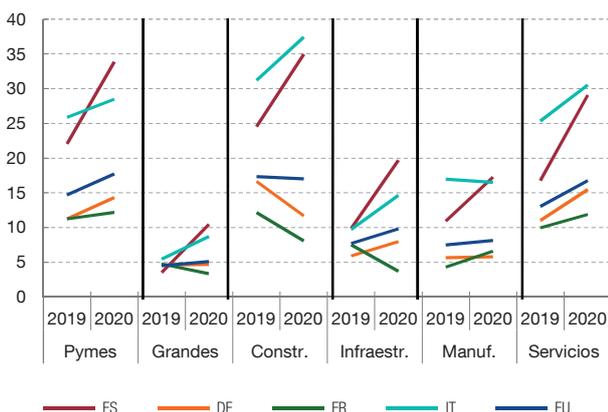
1 EMPRESAS INSCRITAS EN LA SEGURIDAD SOCIAL



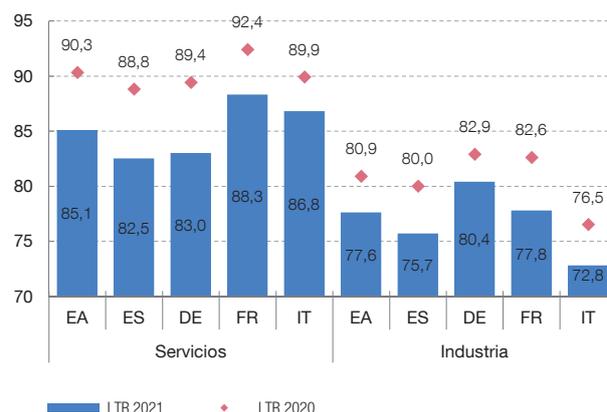
2 ENCUESTA DE INVERSIÓN DEL BEI. MENOR INVERSIÓN QUE LA PLANEADA EN 2020 DEBIDO AL COVID (a)  
% de firmas en cada sector o tipo de empresa



3 ENCUESTA DE INVERSIÓN DEL BEI. FIRMAS SIN PLANES DE INVERSIÓN PARA LOS PRÓXIMOS TRES AÑOS  
% de firmas en cada sector o tipo de empresa



4 UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA  
% en cada sector y país



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

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



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

33 Véase Banco Europeo de Inversiones (2020).

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

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

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

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

---

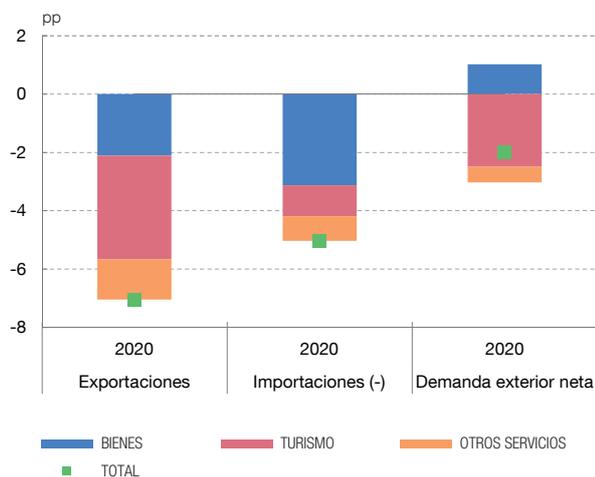
34 Véase [UNWTO](#) (2021).

35 Véase [Exceltur](#) (2021).

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

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

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



2 EVOLUCIÓN DE LAS EMPRESAS EXPORTADORAS REGULARES (a)



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

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



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

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

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

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

Cuadro 1.2

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

Tasas de variación anual sobre el volumen y porcentaje del PIB

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

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

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

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

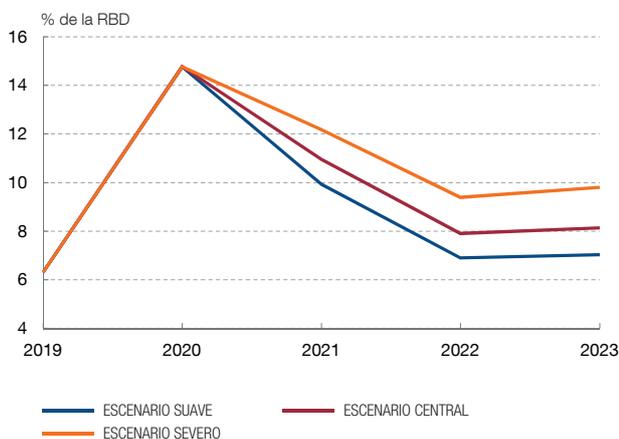
**A pesar de sus diferencias, los distintos escenarios apuntan hacia una recuperación relativamente robusta de la actividad económica a partir del segundo semestre de 2021** (véase cuadro 1.2). Esta recuperación, que se extendería también a 2022, se sustentaría, fundamentalmente, en la normalización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

37 Véase Banco de España (2021b).

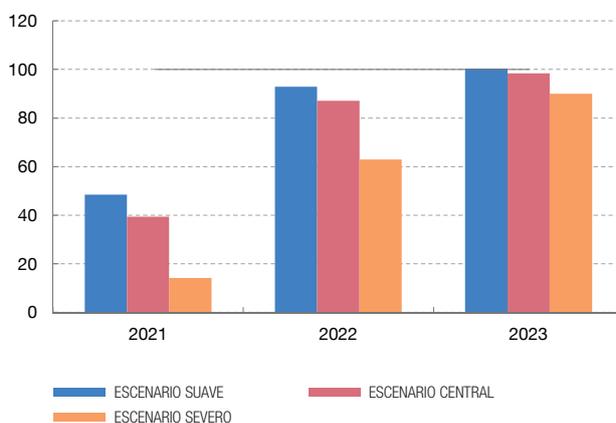
**ESCENARIOS MACROECONÓMICOS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2023) (a)**

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

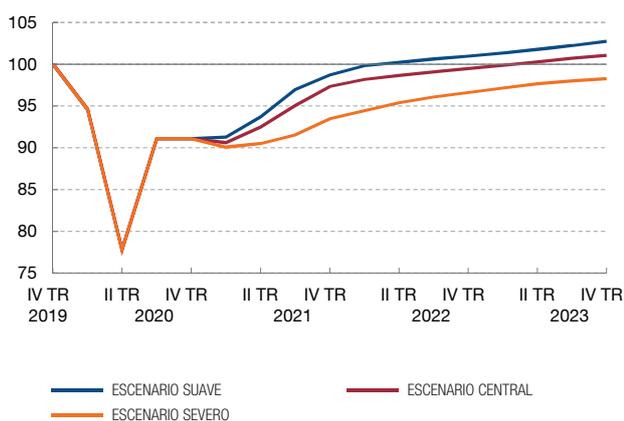
1 TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES E ISFLSH



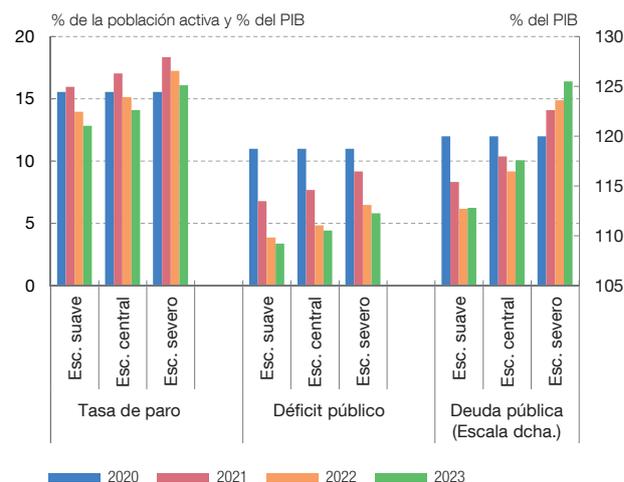
2 EXPORTACIONES DE TURISMO (2019 = 100)



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



4 TASA DE PARO, DÉFICIT Y DEUDA PÚBLICA



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

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



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

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

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

## 4 Las políticas económicas a corto plazo

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

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

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

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

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

39 Véase [Párraga y Roth \(2021\)](#).

40 Véase [Anguren et al. \(2020\)](#).

41 Véase [Banco de Pagos Internacionales \(2020\)](#).

42 Véanse las actualizaciones de 15 de diciembre de 2020 de la [Recomendación del BCE](#) y de la [Recomendación de la Reserva Federal](#) sobre esta materia.

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

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

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

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

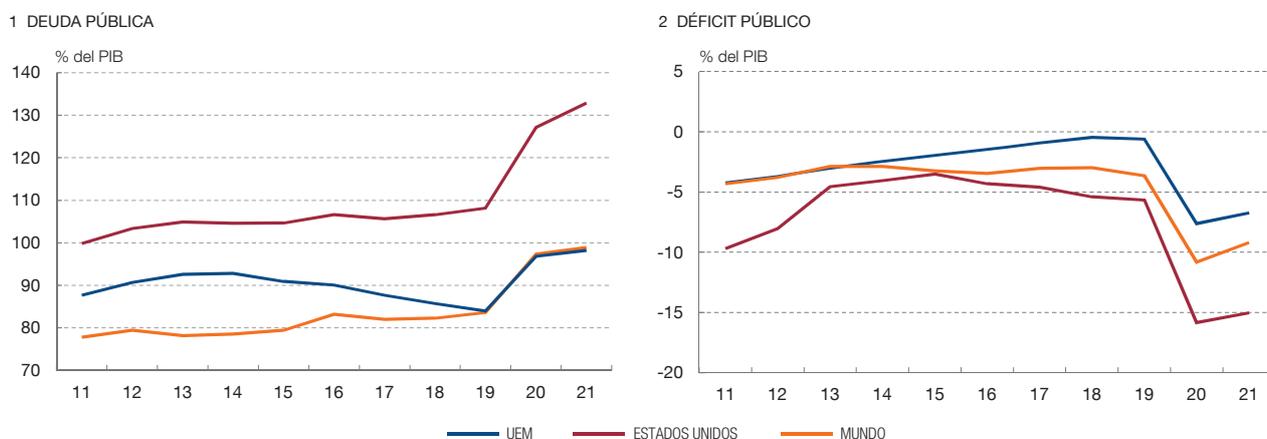
44 Véase [Arce et al. \(2020\)](#).

45 Véanse [Banco de España \(2020c\)](#) y [Delgado-Téllez et al. \(2020\)](#).

Gráfico 1.20

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

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



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



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

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

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

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

46 Véase Kataryniuk *et al.* (2021).

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

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

---

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

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

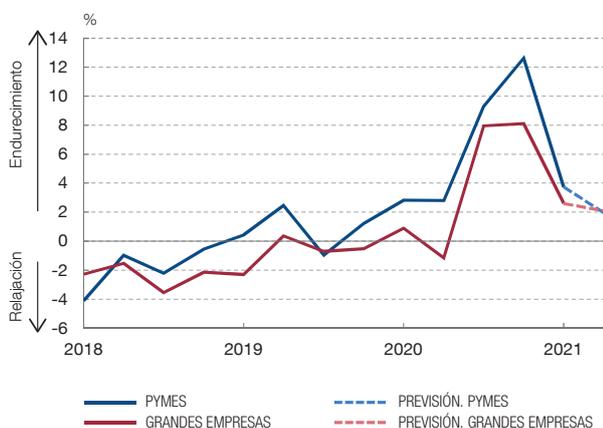
49 Véase [Banco de España \(2020b\)](#).

50 Véase [Aguilar et al. \(2020\)](#).

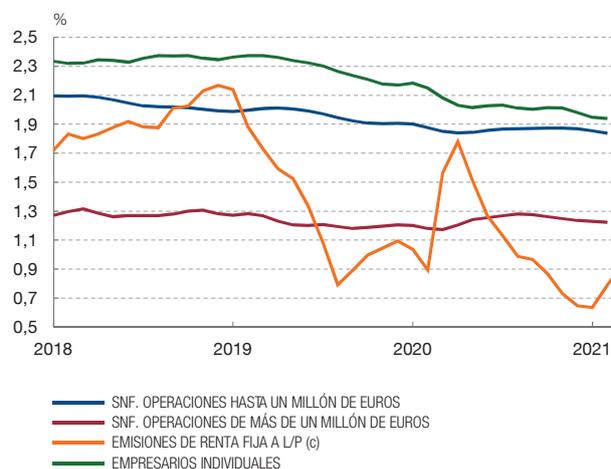
## LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS SE MANTIENEN HOLGADAS EN LA UEM, SI BIEN SE HA PRODUCIDO UN ENDURECIMIENTO DE LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS

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

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



2 COSTES DE FINANCIACIÓN EN LA UEM (b)



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

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



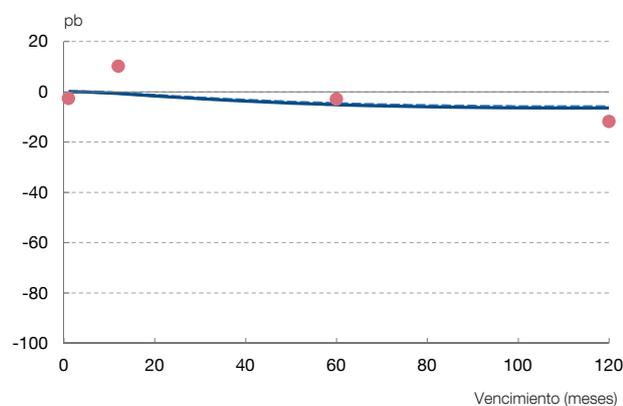
**La flexibilidad que permite el PEPP está siendo un factor clave en la efectividad de la política monetaria del BCE en esta crisis.** Como ya se ha mencionado, el PEPP es una de las principales herramientas que forman parte de la respuesta del BCE a esta crisis sanitaria no solo por su capacidad para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

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

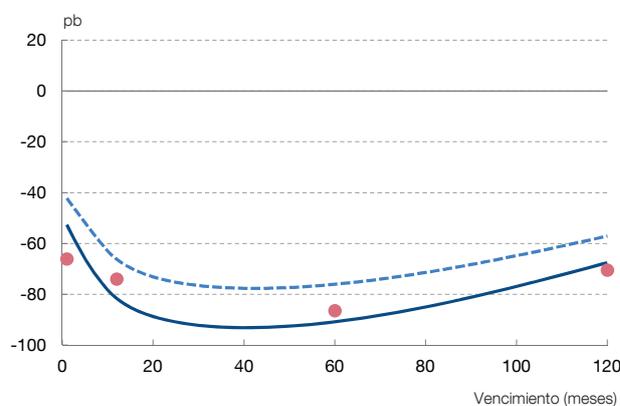
**IMPACTO DEL ANUNCIO DEL PEPP EN MARZO DE 2020 (a)**

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

1 ALEMANIA: DESPLAZAMIENTO DE LA CURVA DE TIPOS



2 ITALIA: DESPLAZAMIENTO DE LA CURVA DE TIPOS



--- MODELO CON COMPRAS FIJAS    — MODELO CON COMPRAS FLEXIBLES    • IMPACTO OBSERVADO DEL PEPP

FUENTES: Banco de España y Bloomberg.

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



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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

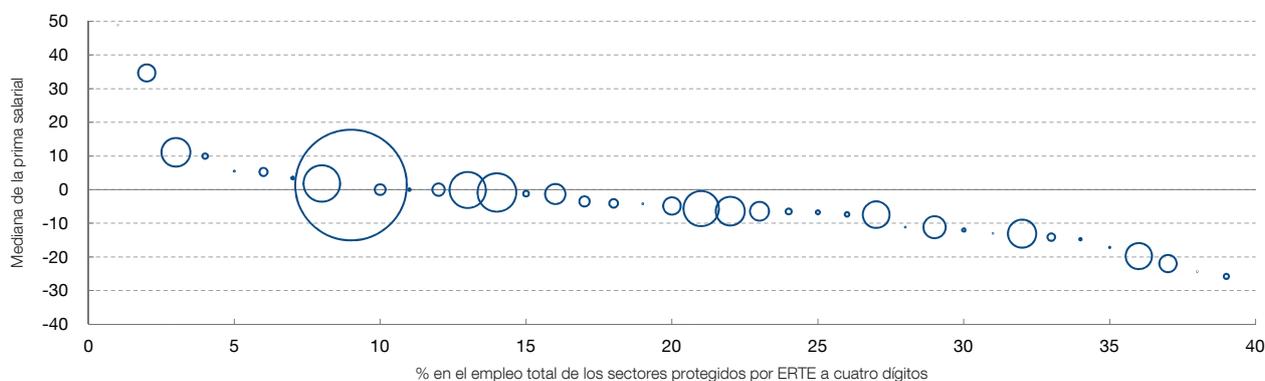
---

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

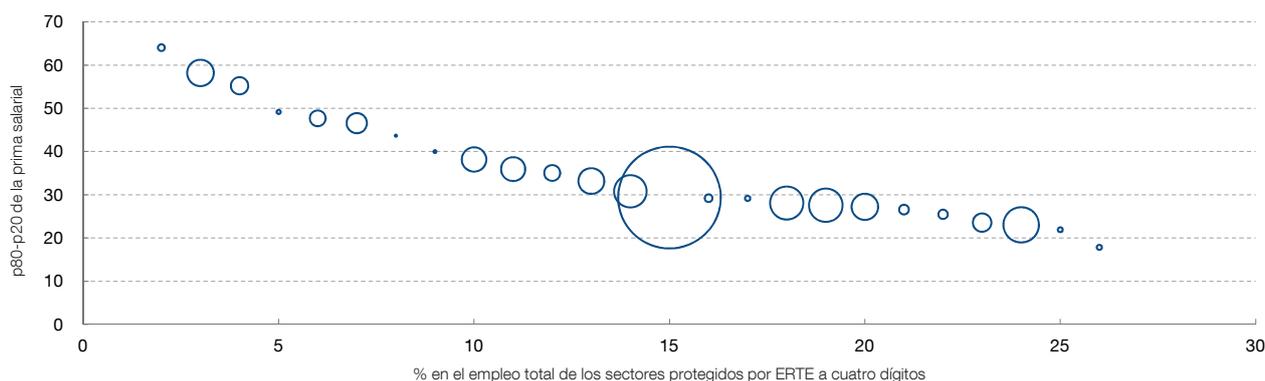
## DIFERENCIAS SIGNIFICATIVAS DE PRODUCTIVIDAD EN LAS EMPRESAS DE LOS SECTORES ESPECIALMENTE PROTEGIDOS POR LOS ERTE

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

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



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



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

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



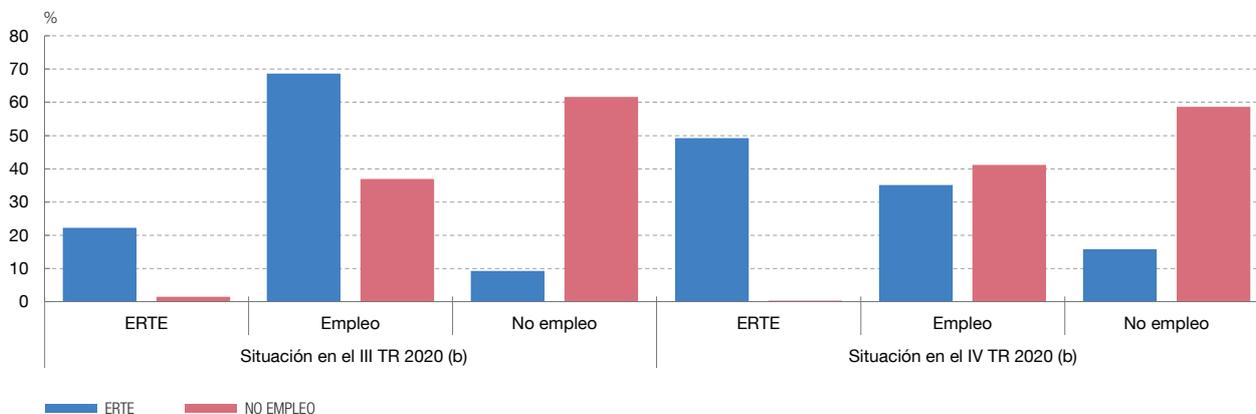
segundo y el tercer trimestre de 2020, los ERTE demostraron ser un instrumento eficaz para facilitar la reincorporación de los trabajadores al mercado laboral. En efecto, casi el 70 % de los trabajadores que estaban en un ERTE en el segundo trimestre de 2020 retornaron al empleo efectivo durante el tercero,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

57 Véase Izquierdo, Puente y Regil (2021).

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

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

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



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

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



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

## BIBLIOGRAFÍA

- Abowd, J. M., F. Kramarz y D. N. Margolis (1999). «High wage workers and high wage firms», *Econometrica*, 67(2), pp. 251-333.
- Aguilar, P., Ó. Arce, S. Hurtado, J. Martínez-Martín, G. Nuño y C. Thomas (2020). *La respuesta de la política monetaria del Banco Central Europeo frente a la crisis del COVID-19*, Documentos Ocasionales, n.º 2026, Banco de España.
- Albrizio, S., A. Buesa, M. Roth y F. Viani (2021). *The real effects of trade uncertainty*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.
- Alonso, D., A. Buesa, C. Moreno, S. Párraga y F. Viani (2021). *Medidas de política fiscal adoptadas desde otoño en respuesta a la crisis sanitaria: área del euro, Estados Unidos y Reino Unido*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.
- Álvarez, L. J., y M. Correa-López (2020). «Inflation expectations in euro area Phillips curves», *Economics Letters*, vol. 195.
- Álvarez, L. J., D. Gadea y A. Gómez-Loscos (2021). *La evolución cíclica de la economía española en el contexto europeo*, Documentos Ocasionales, n.º 2103, Banco de España.
- Alvargonzález, P., M. Gómez, M. Pidkuyko y E. Villanueva (2021). «Análisis de los flujos laborales y el consumo durante el COVID-2019», Banco de España, mimeo.
- Alvargonzález, P., M. Pidkuyko y E. Villanueva (2020). «La situación financiera de los trabajadores más afectados por la pandemia: un análisis a partir de la Encuesta Financiera de las Familias», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 3/2020, Banco de España.
- Alves, P., F. Arrizabalaga, J. Delgado, J. Galán, E. Pérez Asenjo, C. Pérez Montes y C. Trucharte (2021). «Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.
- Alves, P., R. Blanco, S. Mayordomo, F. Arrizabalaga, J. Delgado, G. Jiménez, E. Pérez Asenjo, C. Pérez Montes y C. Trucharte (2020). «Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.
- Anguren, R., L. Gutiérrez de Rozas, E. Palomeque y C. J. Rodríguez García (2020). «La respuesta regulatoria y supervisora frente a la crisis derivada del COVID-19», *Revista de Estabilidad Financiera*, n.º 39, Banco de España.
- Arce, Ó., I. Kataryniuk, P. Marín y J. J. Pérez (2020). *Reflexiones sobre el diseño de un Fondo de Recuperación europeo*, Documentos Ocasionales, n.º 2014, Banco de España.
- Banco Central Europeo (2021). *ECB staff macroeconomic projections for the euro area*, marzo de 2021.
- Banco de España (2021a). *Informe de Estabilidad Financiera*, primavera, de próxima publicación
- Banco de España (2021b). «Proyecciones macroeconómicas 2021-2023», recuadro 1, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2021.
- Banco de España (2020a). «Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2020», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020.
- Banco de España (2020b). «Análisis del impacto del anuncio del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP)», recuadro 3.3, *Informe Anual 2019*.
- Banco de España (2020c). «La importancia de una respuesta de política fiscal coordinada a nivel internacional y su interacción con la política monetaria», recuadro 3.4, *Informe Anual 2019*.
- Banco de España (2020d). «El impacto de la pandemia en España y la respuesta de la política económica», capítulo 4, *Informe Anual 2019*.
- Banco de España (2020e). «Las rentas del trabajo y la posición financiera de los trabajadores más afectados por el COVID-19», recuadro 4.2, *Informe Anual 2019*.
- Banco de España (2020f). «Informe de economía latinoamericana. Segundo semestre de 2020», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020.
- Banco Europeo de Inversiones (2021). «Building a smart and green Europe in the COVID-19 era», *Informe sobre inversiones 2020/2021*.

- Banco Europeo de Inversiones (2020). «EIB Investment Survey 2020 – Spain overview», Encuesta de Inversión anual del Banco Europeo de Inversiones para el año 2020.
- Banco de Pagos Internacionales (2020). *Governors and Heads of Supervision commit to ongoing coordinated approach to mitigate COVID-19 risks to the global banking system and endorse future direction of Basel Committee work*, nota de prensa, 30 de noviembre.
- Blanco, R., S. Mayordomo, Á. Menéndez y M. Mulino (2021). *El impacto de la crisis del COVID-19 sobre la vulnerabilidad financiera de las empresas españolas*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.
- Blanco, R., S. Mayordomo, Á. Menéndez y M. Mulino (2020a). «El impacto de la crisis del COVID-19 sobre la situación financiera de las empresas no financieras en 2020: evidencia basada en la Central de Balances», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.
- Blanco, R., S. Mayordomo, Á. Menéndez y M. Mulino (2020b). *Las necesidades de liquidez y la solvencia de las empresas no financieras españolas tras la perturbación del COVID-19*, Documentos Ocasionales, n.º 2020, Banco de España.
- Buesa, A., C. García, I. Kataryniuk, C. Martín-Machuca, S. Moreno y M. Roth (2020). «Brexit: situación y consecuencias económicas», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.
- Carneiro, A., P. Guimarães y P. Portugal (2012). «Real wages and the business cycle: Accounting for worker, firm, and job title heterogeneity», *American Economic Journal: Macroeconomics*, 4(2), pp. 133-152.
- Costain, J., G. Nuño y C. Thomas (2021). *Monetary policy transmission in a heterogeneous Monetary Union*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.
- Cuadro-Sáez, L., F. López-Vicente, S. Párraga Rodríguez y F. Viani (2020). *Medidas de política fiscal en respuesta a la crisis sanitaria en las principales economías del área del euro, Estados Unidos y Reino Unido*, Documentos Ocasionales, n.º 2019, Banco de España.
- Cuenca, J. A., C. Martínez y A. del Río (2021). «El ahorro de los hogares durante la pandemia y sus posibles efectos sobre la reactivación futura del consumo», recuadro 4, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.
- Delgado-Téllez, M., E. Gordo, I. Kataryniuk y J. J. Pérez (2020). *The decline in public investment: “social dominance” or too-rigid fiscal rules?*, Documentos de Trabajo, n.º 2025, Banco de España.
- Exceltur (2021). *Perspectivas turísticas*, n.º 75.
- Fernández-Cerezo, A. (2021). «La evolución de la actividad en las provincias españolas a lo largo de 2020 y sus determinantes», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.
- Fernández-Cerezo, A., B. González, M. Izquierdo y E. Moral-Benito (2021). «El impacto económico del COVID-19 en las empresas españolas según la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE)», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.
- Fondo Monetario Internacional (2021). *World Economic Outlook*, abril.
- García, C., C. Martín y F. Viani (2020). «El comercio internacional de productos médicos durante la pandemia de COVID-19», recuadro 4, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.
- Ghirelli, C., M. Gil, S. Hurtado y A. Urtasun (2021). *Relación entre las medidas de contención de la pandemia, la movilidad y la actividad económica*, Documentos Ocasionales, n.º 2109, Banco de España.
- Gómez, A., y A. del Río (2021). *La crisis sanitaria y el impacto inicial desigual sobre las economías del área del euro*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.
- Guirola, L., I. Kataryniuk y C. Moreno (2020). «La respuesta de la política fiscal a la crisis en el área del euro y en Estados Unidos», recuadro 2, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.
- Hernández de Cos, P. (2020). *La economía española ante la crisis del COVID-19. Comparecencia ante la Comisión de Asuntos Económicos y Transformación Digital del Congreso de los Diputados, 18 de mayo de 2020*, Documentos Ocasionales, n.º 2023, Banco de España.
- Izquierdo, M., S. Puente y A. Regil (2021) «Los ERTE en la crisis del COVID-19: un primer análisis de la reincorporación al empleo de los trabajadores afectados», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2021, Banco de España.

- Kataryniuk, I., V. Mora-Bajén y J. J. Pérez (2021). *EMU deepening and sovereign debt spreads: using political space to achieve policy space*, Documentos de Trabajo, n.º 2103, Banco de España.
- Menéndez, A., y M. Mulino (2021a). «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril 2021», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2021, Banco de España.
- Menéndez, A., y M. Mulino (2021b). «Resultados de las empresas no financieras hasta el cuarto trimestre de 2020. Un avance de cierre de ejercicio», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2021, Banco de España.
- Párraga, S., y M. Roth (2021). «Análisis de los planes de política fiscal en Estados Unidos», recuadro 3, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.
- Río, A. del, y J. A. Cuenca (2020). «La renta y el ahorro de los hogares en la zona del euro durante la primera ola de la pandemia», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.
- Sánchez, I. (2020). «Dinámicas recientes y perspectivas de la inflación en España», recuadro 5, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.
- UNWTO (2021). «2020: worst year in tourism history with 1 billion fewer international arrivals», 28 de enero.

**LA EVOLUCIÓN EPIDEMIOLÓGICA A ESCALA GLOBAL**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

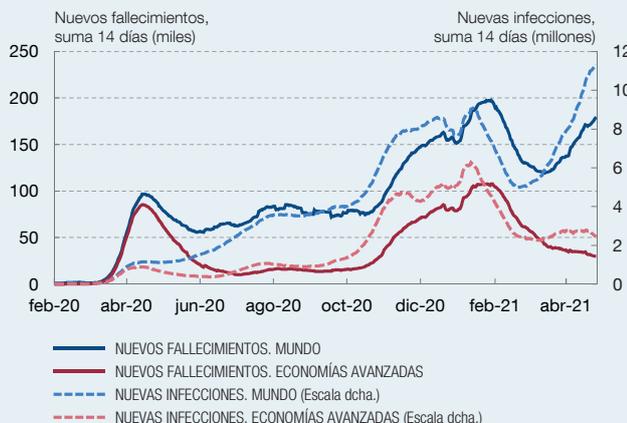
5 Véase B. Égart, Y. Guillemette, F. Murtin y D. Turner (2020), *Walking the tightrope: avoiding a lockdown while containing the virus*, OECD Economics Department Working Papers, n.º 1633.

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

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

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

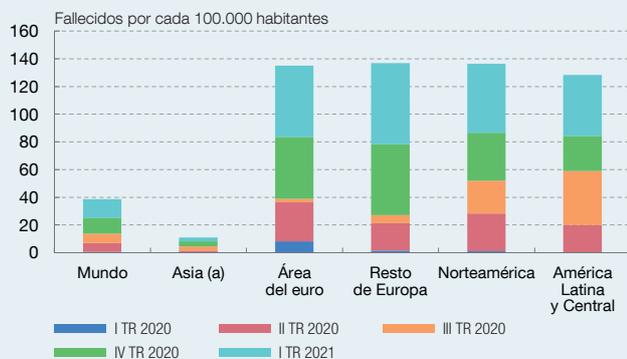
1 FALLECIDOS E INFECCIONES DESDE EL PRINCIPIO DE LA PANDEMIA



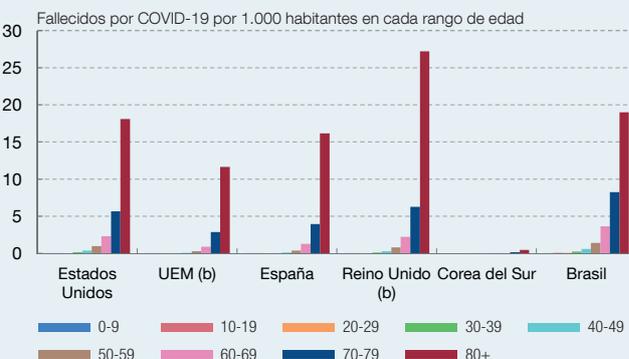
2 SEVERIDAD DE LAS MEDIDAS DE CONTENCIÓN



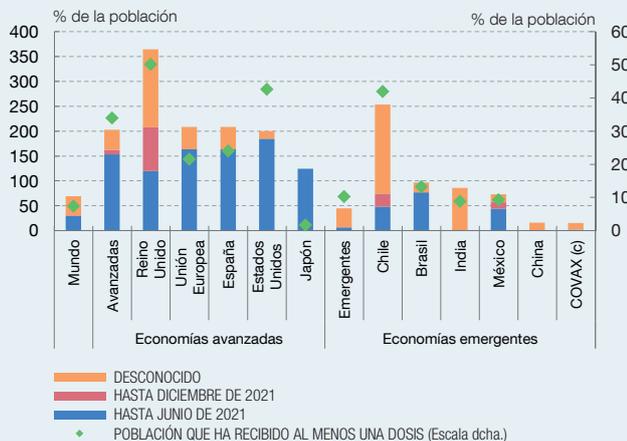
3 FALLECIMIENTOS EN LAS DISTINTAS OLAS



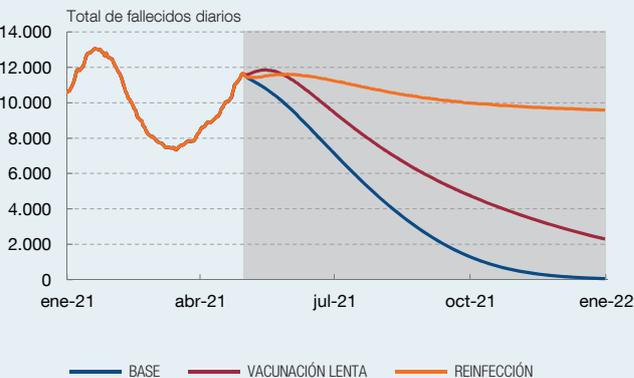
4 TASA DE MORTALIDAD POR LA INFECCIÓN, POR GRUPOS DE EDAD



5 VACUNAS ACORDADAS CON LAS EMPRESAS FARMACÉUTICAS Y VACUNAS ADMINISTRADAS



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



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

- a Asia incluye Rusia.
- b El Reino Unido está compuesto por Inglaterra y Gales; la UEM, por Alemania, España, Francia e Italia.
- c Vacunas adquiridas bajo la iniciativa COVAX sobre la población de las economías emergentes.
- d Escenarios considerados por Rungcharoenkitkul (2021). El escenario «base» supone un progreso lineal del ritmo de vacunación hasta agotar todas las dosis contratadas a finales de 2021. En el escenario «nueva ola», la tasa de infección aumenta temporalmente por nuevas cepas más letales y contagiosas, si bien las vacunas seguirían siendo efectivas. En el escenario «vacunación lenta» se considera que la vacunación avanza a un tercio del ritmo del escenario «base». El escenario «reinfección» supone la pérdida de la inmunidad de las personas después de 60 días de la infección o vacunación.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

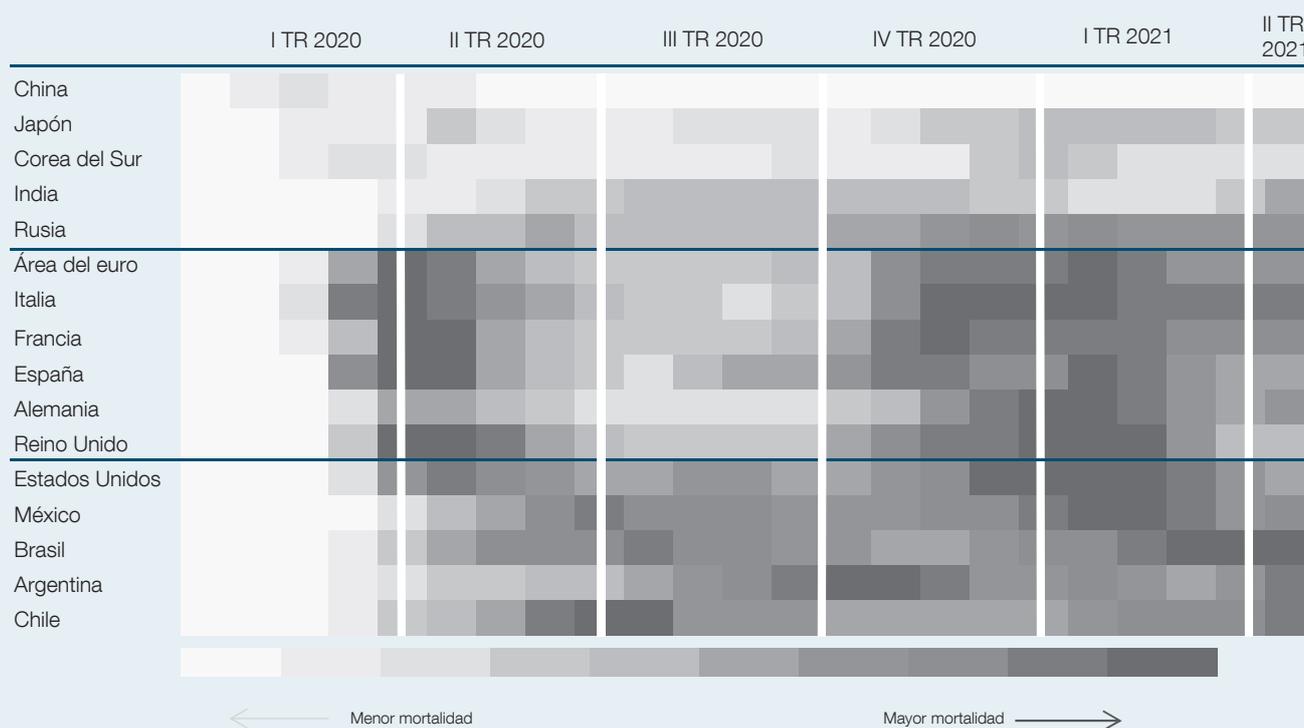
vacunación a escala global está mostrando, de nuevo, una elevada heterogeneidad por países, que viene explicada por los propios contratos de suministro con las empresas farmacéuticas, por los retos logísticos de los diferentes tipos de vacunas adquiridas y por la capacidad de los sistemas de salud para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

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

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

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

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



**FUENTE:** Organización Mundial de la Salud.

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

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

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

Recuadro 1.1

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- 1 Para una descripción más detallada de los distintos elementos que componen la respuesta de la UE a la pandemia, véanse, por ejemplo, Banco de España (2020), «El papel de las políticas económicas ante la pandemia en el plano internacional», capítulo 3, *Informe Anual 2019*, y L. Guirola, I. Kataryniuk y C. Moreno (2020), «La respuesta de la política fiscal a la crisis en el área del euro y en Estados Unidos», recuadro 2, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.
- 2 Las características e implicaciones de este programa se analizan en profundidad en el capítulo 2 de este Informe. Adicionalmente, véanse Banco de España (2020), «*Next Generation EU: Principales características e impacto de su anuncio sobre las condiciones financieras*», «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2020, y Ó. Arce, I. Kataryniuk, P. Marín y J. J. Pérez (2020), *Reflexiones sobre el diseño de un Fondo de Recuperación europeo*, Documentos Ocasionales, n.º 2014, Banco de España.
- 3 Véanse Comisión Europea (2020), «Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social y al Comité de las Regiones. Revisión de la gobernanza económica», COM(2020) 55 final, y Comisión europea (2020), «Comunicación de la Comisión al Consejo relativa a la activación de la cláusula general de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», COM(2020) 123 final.
- 4 Véase Banco de España (2020), «La reforma del marco de supervisión de la política fiscal en Europa», recuadro 4, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2020.
- 5 Véanse Banco de España (2020), «La importancia de una respuesta de política fiscal coordinada a nivel internacional y su interacción con la política monetaria», recuadro 3.4, *Informe Anual 2019*, y M. Delgado-Téllez, E. Gordo, I. Kataryniuk y J. J. Pérez (2020), *The decline in public investment: «social dominance» or too-rigid fiscal rules?*, Documentos de Trabajo, n.º 2025, Banco de España.
- 6 Según las previsiones actuales, este criterio supondría la desactivación de la CGE en 2023. No obstante, una vez que la CGE se desactive, es posible que sea necesario recurrir a la flexibilidad en la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) en aquellos Estados miembros que no hubieran recuperado aún su nivel de actividad económica previo a la crisis. Véase Comisión Europea (2021), «Comunicación de la Comisión Europea al Consejo. Un año después de la pandemia de COVID-19: respuesta en materia de política presupuestaria», COM(2021)105 final.
- 7 Véase European Fiscal Board (2020), *Annual Report 2020*.
- 8 Para un análisis de la capacidad de estabilización de un instrumento fiscal centralizado, véase P. Burriel, P. Chronis, M. Freier, S. Hauptmeier, L. Reiss, D. Stegarescu y S. Van Parys (2020), *A fiscal capacity for the euro area, lessons from existing fiscal-federal systems*, Documentos Ocasionales, n.º 2009, Banco de España.

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

Esquema 1

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

- 1 Estos avales cubren, en general, hasta el 80 % de las posibles pérdidas en la financiación bancaria concedida a los autónomos y a las pymes, y hasta el 70 % en el caso de las empresas que no cumplen la definición de pyme de la Comisión Europea.
- 2 Del total avalado, 90,1 mm de euros corresponden a la línea aprobada por el Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, mientras que, mediante la línea aprobada por el Real Decreto-ley 25/2020, de 3 de julio, se avalaron 3,8 mm de euros.
- 3 Al cierre de este Informe, la segunda línea de avales ICO ha destinado 50 millones de euros para avalar las emisiones de pagarés incorporados al MARF emitidos por empresas que están en fase de convenio, 250 millones para avalar los pagarés emitidos en el MARF por empresas que no pudieron beneficiarse del tramo dispuesto en la primera línea al estar en fase de renovación de su programa de pagarés y 500 millones para reforzar los reavales concedidos por CERSA.
- 4 Para más detalles, véase Banco de España (2020), «Evolución de la financiación bancaria para actividades productivas en el contexto de la crisis del COVID-19», recuadro 4.3, *Informe Anual 2019*.
- 5 Para las operaciones formalizadas antes del 18 de noviembre de 2020, el Real Decreto-ley 34/2020 ofreció la posibilidad de solicitar a las entidades financieras la ampliación del plazo de vencimiento por un máximo de tres años en las operaciones avaladas al amparo del Real Decreto-ley 8/2020, y la extensión del período de carencia en un máximo de 12 meses adicionales en aquellas otorgadas en virtud del Real Decreto-ley 8/2020 y del Real Decreto-ley 25/2020, con respecto a los plazos y carencias inicialmente acordados.
- 6 Real Decreto-ley 34/2020, de 17 de noviembre.
- 7 Para más detalles sobre las políticas aplicadas en otros países, véase L. Cuadro-Sáez, F. S. López-Vicente, S. Párraga Rodríguez y F. Viani (2020), *Medidas de política fiscal en respuesta a la crisis sanitaria en las principales economías del área del euro, Estados Unidos y Reino Unido*, Documentos Ocasionales, n.º 2019, Banco de España.

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

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

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

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

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

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

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

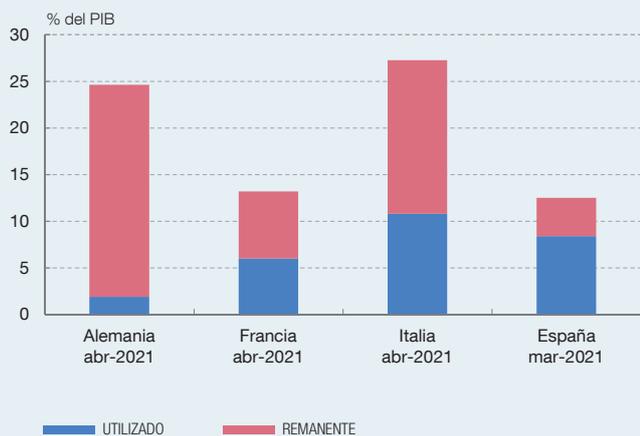
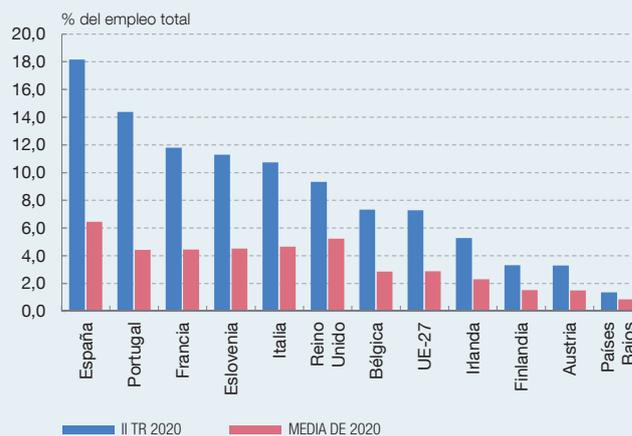


Gráfico 2  
TRABAJADORES EN ERTE DE SUSPENSIÓN



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

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

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

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

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

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

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

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

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

- 
- 9 Mediante el Real Decreto-ley 3/2021, de 2 de febrero, se extendió el plazo de solicitud de estas moratorias y se adaptó su duración máxima, así como de las legales y sectoriales aplicables a personas físicas, en consonancia con las directrices publicadas por la Autoridad Bancaria Europea.
- 10 Mediante el Real Decreto-ley 5/2021, de 12 de marzo, se amplió a cuatro meses el período en el que no se devengarán intereses de demora por los aplazamientos en el pago de tributos, que ya se había establecido en el Real Decreto-ley 35/2020, de 22 de diciembre.
- 11 Para más detalles sobre las políticas monetarias implementadas, véase P. Aguilar, Ó. Arce, S. Hurtado, J. Martínez-Martín, G. Nuño y C. Thomas (2020), *La respuesta de la política monetaria del Banco Central Europeo frente a la crisis del COVID-19*, Documentos Ocasionales, n.º 2026, Banco de España.
- 12 Para más detalles sobre el impacto de esta medida en las condiciones financieras del área del euro, véase Banco de España (2020), «Análisis del impacto del anuncio del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP)», recuadro 3.3, *Informe Anual 2019*.