

1

RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

1 RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

La expansión de la crisis sanitaria del Covid-19 durante los primeros meses de 2020 y las necesarias medidas de contención implementadas han alterado de forma abrupta la evolución económica mundial. España es uno de los países en los que la pandemia ha tenido una incidencia mayor y más temprana. Al igual que en otros países, el impacto sobre la actividad económica de este *shock*, en principio, de naturaleza transitoria, está siendo muy severo, y las autoridades están adoptando medidas para mitigar su impacto tanto en los hogares como en las empresas. En este capítulo se revisan los efectos que esta pandemia está teniendo tanto en los países sistémicos y de importancia material, como en España, se resume cuál ha sido hasta ahora la reacción de los mercados financieros nacionales e internacionales, se analiza la situación en la que se encuentran los distintos sectores no financieros de la economía española para afrontar esta perturbación y se repasan las principales medidas adoptadas por las autoridades económicas.

1.1 Entorno macroeconómico

1.1.1 Países sistémicos y de importancia material

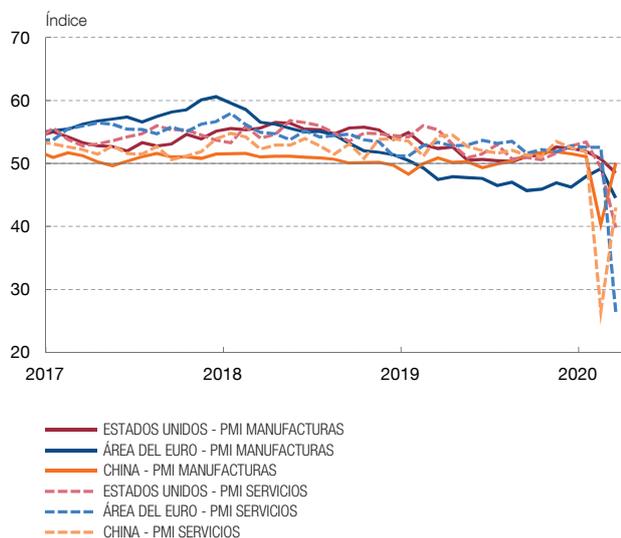
La situación económica internacional en el último trimestre se ha visto fuertemente impactada por la expansión del Covid-19 y las necesarias medidas adoptadas para frenar la pandemia. El nivel de incertidumbre acerca de la magnitud del impacto negativo sobre la actividad y el comercio internacional de la pandemia es muy elevado, si bien se espera que sea, en cualquier caso, muy pronunciado¹. En consecuencia, las previsiones de crecimiento para este año de los analistas y organismos internacionales han comenzado a revisarse sustancialmente a la baja, con una dispersión inusualmente alta. El Fondo Monetario Internacional (FMI) prevé que todas las áreas globales entrarían, en el corto plazo, en recesión (véase gráfico 1.1). También anticipa que el impacto del Covid-19 será transitorio, de modo que sus previsiones, al igual que las de la mayoría de los analistas, incorporan una recuperación de la actividad a partir de la segunda mitad de este año, que se prolongará, con tasas de crecimiento relativamente elevadas a lo largo de 2021. Sin embargo, la incertidumbre que rodea la evolución de la pandemia se extiende también a las expectativas acerca de la duración e intensidad de sus efectos,

¹ Véase Banco de España (2020). «Impacto de la pandemia de coronavirus», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020, de próxima publicación.

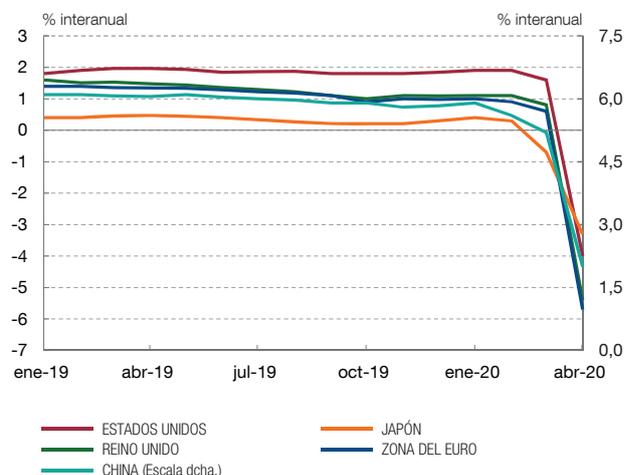
EL CRECIMIENTO MUNDIAL EN 2020 SE VERÁ MUY IMPACTADO POR EL COVID-19

La evolución económica mundial se ha visto condicionada de forma drástica por la propagación mundial de la pandemia del Covid-19. El nivel de incertidumbre acerca de la magnitud del impacto negativo sobre la actividad y el comercio internacional es muy elevado, si bien se espera que sea muy pronunciado. En consecuencia, las previsiones de crecimiento para este año por parte de los analistas han comenzado a revisarse sustancialmente a la baja, aunque la mayoría anticipa que el impacto será transitorio.

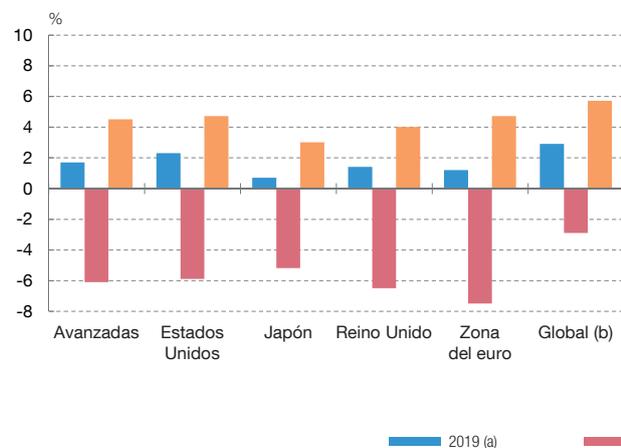
1 PMI DE MANUFACTURAS Y DE SERVICIOS



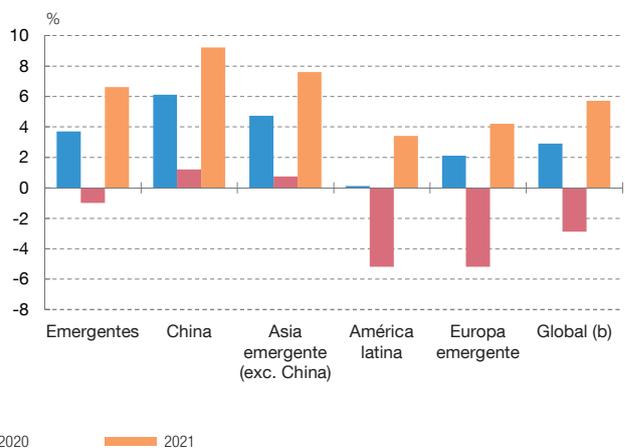
2 EVOLUCIÓN DE PREVISIONES DE CONSENSUS PARA EL CRECIMIENTO DEL PIB EN 2020



3 PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB REAL FMI (WEO) ABRIL 2020: ECONOMÍAS AVANZADAS



4 PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB REAL FMI (WEO) ABRIL 2020: ECONOMÍAS EMERGENTES



FUENTES: Fondo Monetario Internacional (WEO abril de 2020), IHS Markit, Consensus Forecast.

a Dato provisional.
b Para propósitos de comparación, expectativas de crecimiento de la economía mundial.

no siendo descartables escenarios aún más adversos. En este contexto, la reacción decidida de las políticas fiscales, monetarias y prudenciales, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, está amortiguando el impacto negativo de la perturbación del coronavirus, y debería intensificarse en caso necesario (véase recuadro 1.1).

Los indicadores de actividad que están empezando a conocerse reflejan, con carácter general, un impacto de la expansión de la crisis sanitaria muy significativo en el corto plazo. En las principales economías avanzadas, los índices PMI de actividad cayeron drásticamente en marzo, especialmente los del sector servicios, con la mayor parte de sus componentes mostrando retrocesos de elevada magnitud y alcanzando mínimos históricos, sumándose así a los significativos descensos ya observados para China en enero y febrero. En esta economía asiática, que fue la primera afectada, los indicadores disponibles de actividad para el primer trimestre del año muestran una caída del PIB del 9,8 % intertrimestral (-6,8 % interanual, frente al 6 % del trimestre anterior), con descensos de la producción industrial, ventas minoristas e inversión de entre el 15 % y el 25 % en enero y febrero, si bien, en marzo, algunos de estos indicadores ya han comenzado a recuperarse. Así, la evidencia de la que se va disponiendo sobre la evolución de la actividad económica global, en su mayoría de carácter parcial, augura un empeoramiento muy pronunciado de la situación económica, que es generalizado por zonas geográficas, y particularmente intenso en aquellos países que, por sufrir los brotes más intensos de la enfermedad, se han visto forzados a introducir medidas más drásticas de contención.

Los riesgos a la baja a los que se enfrenta la economía mundial se han incrementado significativamente respecto a IEF previos. Entre estos últimos destaca, como se ha mencionado, una prolongación en el tiempo de la pandemia del coronavirus, así como una intensificación de su expansión geográfica. Por otro lado, los episodios de tensión geopolítica o social presentes en algunas regiones en el período previo a la crisis sanitaria², o los nuevos riesgos que surjan, podrían exacerbarse o activarse debido al impacto de esta, lo que podría tener efectos económicos acusados. En sentido contrario, la recuperación en marcha en China podría amortiguar parcialmente el impacto de la crisis sobre la economía mundial, dados el peso de esta economía y sus crecientes interrelaciones con el resto del mundo³. Asimismo, una reacción más vigorosa de las políticas económicas a nivel global también podría tener efectos mitigadores.

A corto plazo, las perspectivas económicas de la zona del euro se han deteriorado de forma muy brusca e intensa a raíz de la propagación de la pandemia del Covid-19 en Europa (véase gráfico 1.2). Las medidas de confinamiento de la población, necesarias para detener la transmisión de la enfermedad, están afectando negativamente a la economía, por canales tanto de oferta, dada la disrupción de las cadenas productivas (globales y locales), como de demanda, al dar lugar a una profunda retracción del gasto de familias

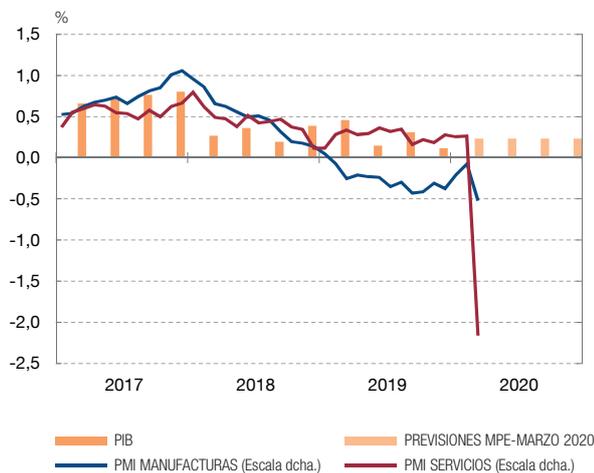
2 Véase Banco de España (2020). «Tensiones sociales en América Latina», recuadro del «Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2020», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020.

3 Véase X. Bing, M. Roth y D. Santabárbara (2019), «Impacto global de una desaceleración en China», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2019, Banco de España.

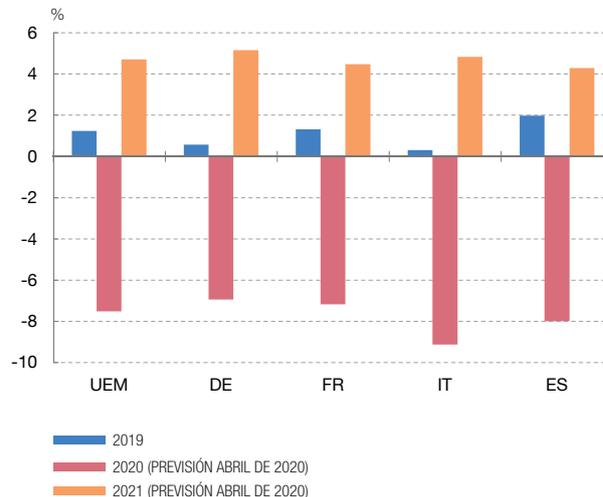
LA ECONOMÍA DEL EURO, QUE PRESENTABA A FINALES DE 2019 UN CRECIMIENTO DÉBIL, SE RESENTIRÁ SIGNIFICATIVAMENTE EN EL CORTO PLAZO

A corto plazo, las perspectivas económicas de la zona del euro se han deteriorado de forma muy brusca e intensa a raíz de la propagación de la pandemia del Covid-19 en Europa, con revisiones significativas esperadas sobre las previsiones MPE-Marzo 2020. De acuerdo con las previsiones del FMI de abril, el PIB de la zona del euro podría contraerse un 7,5 % en 2020. En 2021, el PIB crecería un 4,7 %, bajo un supuesto de que la pandemia se desvanece en la segunda mitad de 2020 e incorporando el efecto de las políticas económicas aprobadas.

1 ZONA DEL EURO: PIB E INDICADORES PMI
Crecimiento intertrimestral. Índice de difusión



2 CRECIMIENTO Y PREVISIONES DEL PIB PARA LA ZONA DEL EURO (FMI WEO).
ABRIL DE 2020



FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo, FMI y Markit.

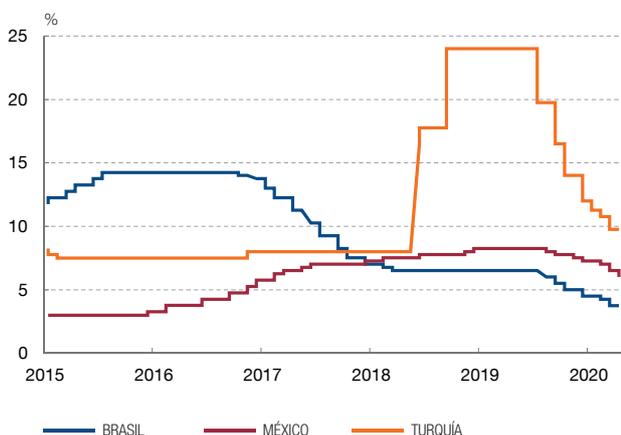
y empresas, en un contexto de aumento de la incertidumbre hasta niveles inéditos. Con todo, aunque actualmente es evidente que la economía del área del euro se enfrenta a una perturbación muy profunda, subsiste un grado de incertidumbre muy elevado acerca de la magnitud del impacto económico de la pandemia, así como a su grado de persistencia. En esta coyuntura excepcionalmente incierta, las perspectivas de crecimiento de la zona del euro, tanto de analistas privados como de organismos oficiales, están viéndose revisadas notablemente a la baja, sobre todo para el año 2020, si bien, al igual que ocurre a escala global, se espera un repunte del crecimiento en 2021. De acuerdo con las previsiones del FMI de mediados de abril, el PIB de la zona del euro podría contraerse un 7,5 % en 2020, lo que supone una revisión de casi 9 puntos porcentuales con respecto a las previsiones previas al Covid-19. En 2021, el PIB crecería un 4,7 %, bajo el supuesto de que la pandemia se desvanece en la segunda mitad de 2020 e incorporando el efecto de las políticas económicas aprobadas.

Los mercados emergentes, también se han visto afectados significativamente por la expansión global de la pandemia de coronavirus. En general, las economías emergentes han aumentado su grado de vulnerabilidad financiera, con una depreciación de sus monedas, un incremento de sus niveles de riesgo soberano y un desplome de los flujos de capitales de cartera, de acuerdo con los datos parciales

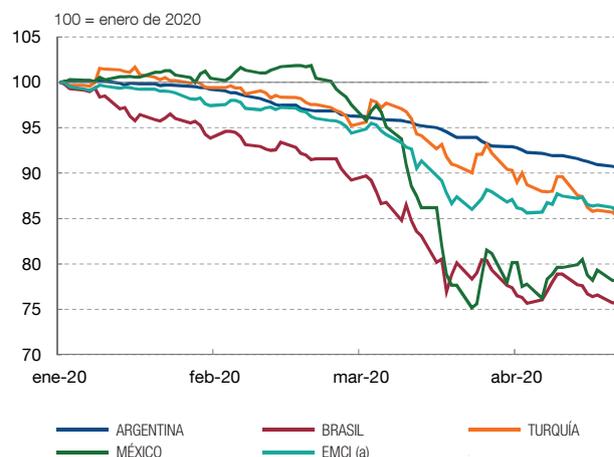
LAS ECONOMÍAS EMERGENTES SE HAN VISTO MUY AFECTADAS POR LA EXPANSIÓN DEL COVID-19

Los mercados financieros en las economías emergentes acusaron también de forma muy pronunciada los efectos de la expansión de la pandemia. El episodio ha generado una huida hacia activos refugio, que se ha traducido en caídas bursátiles, elevaciones de las primas de riesgo y depreciaciones de las monedas, mayor en el caso del peso mexicano por el derrumbe del precio del petróleo y los efectos que esto genera en PEMEX. A pesar de ello, los bancos centrales de las economías emergentes redujeron de forma generalizada los tipos de interés oficiales y adoptaron otras medidas de relajación monetaria para paliar las abruptas caídas de la actividad económica.

1 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



2 TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



FUENTE: Reuters.

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

de alta frecuencia, mucho más intenso que en episodios de tensiones financieras precedentes, incluida la crisis financiera global (véase gráfico 1.3).

En los mercados emergentes con presencia bancaria española significativa persisten riesgos considerables, asociados principalmente a la difusión de la pandemia, aunque también a factores internos. En México, las previsiones de crecimiento se han revisado a la baja de manera importante, y podrían registrarse caídas muy pronunciadas del producto interior bruto, por las medidas de contención, el endurecimiento de las condiciones de financiación, la caída del precio del petróleo y el ajuste de la actividad en Estados Unidos. En el ámbito interno, persiste la preocupación por la situación de la empresa estatal Petróleos Mexicanos (PEMEX), sobrecargada con una elevada deuda. Esto explica, en parte, la mayor depreciación del peso mexicano que la registrada por otras monedas emergentes, tras el desplome del precio del petróleo. En cuanto a Brasil, se encuentra sujeto a efectos derivados de la pandemia análogos a los de México, si bien su economía es más cerrada que la mexicana. En el ámbito interno, la reforma del sistema de pensiones y la intención del Gobierno de adoptar otras reformas estructurales (sistema impositivo y privatización de empresas públicas) en el período anterior a la crisis sanitaria proporcionó un cierto margen a la actuación de la política monetaria, de manera que el tipo de interés oficial se situó en mínimos históricos en el último

tramo del pasado año. Esto no ha impedido que se haya reducido adicionalmente en respuesta a la crisis. No obstante, el real brasileño se ha comportado relativamente peor que otras monedas emergentes, por el menor atractivo que se deriva de los tipos de interés más bajos y por el empeoramiento del saldo por cuenta corriente. En Turquía, también afectada por la pandemia global, el banco central ha intensificado la senda de relajación de la política monetaria, en un contexto en el que, no obstante, se mantiene un elevado grado de vulnerabilidad exterior.

1.1.2 España

La evolución de la actividad económica en España también se ha visto bruscamente afectada por la necesaria adopción de medidas de contención de la expansión del virus. En el cuarto trimestre de 2019, el crecimiento intertrimestral del PIB fue del 0,4%. Los indicadores de coyuntura más representativos del comportamiento de la actividad sugieren que el PIB mostró en los dos primeros meses del año una trayectoria similar a la observada a finales de 2019⁴. Sin embargo, la expansión de la crisis sanitaria del Covid-19 a España y a otros países europeos desde entonces ha alterado de forma abrupta la dinámica de la actividad económica. En particular, el rápido aumento durante el mes de marzo en el número de contagios hizo necesaria la aprobación del estado de alarma⁵, que ha introducido restricciones drásticas a los movimientos de las personas y ha limitado casi por completo la actividad en algunas ramas.

El descenso de la actividad habría afectado más que proporcionalmente a algunas ramas específicas. Entre ellas se encuentran algunas pertenecientes al sector servicios que se han visto más directamente dañadas por las restricciones a la movilidad, como el turismo, el transporte aéreo, la hostelería, importantes segmentos del comercio minorista y el entretenimiento. Además, algunas ramas manufactureras también se han visto abocadas a paralizar su actividad a causa de la disminución de la demanda y de la interrupción de las cadenas de suministro, como la del automóvil, donde estas cadenas de valor tienen una mayor relevancia en la producción de bienes finales.

Algunos indicadores, entre los que destaca la estadística de afiliación a la Seguridad Social, ya recogen el impacto, extraordinariamente severo, de la crisis del Covid-19. Los datos de afiliación a la Seguridad Social de marzo revelan el mayor descenso de la ocupación en un mes de la serie histórica. El retroceso, que

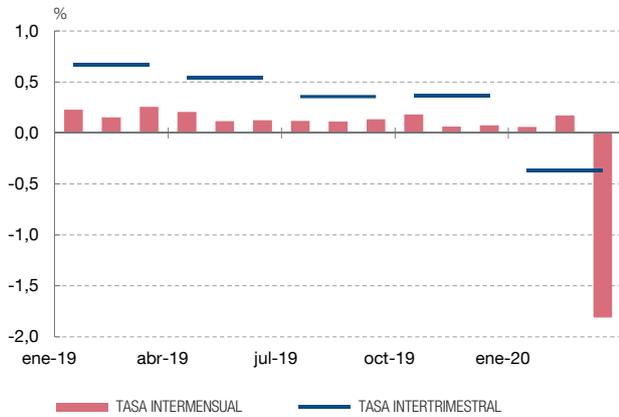
4 Para más detalles, véase el recuadro 1, «La evolución de la economía española antes de la propagación de la epidemia de coronavirus», del «Informe trimestral de la economía española», Boletín Económico, 1/2020, Banco de España.

5 El estado de alarma se decretó el 14 de marzo y, desde entonces, se ha prorrogado en tres ocasiones. Dentro de ese período, se suspendieron entre el 31 de marzo y el 9 de abril las actividades económicas no esenciales, como las de construcción o las industriales no orientadas al suministro de alimentos o bienes de primera necesidad o que no se habían adaptado a la fabricación de material sanitario.

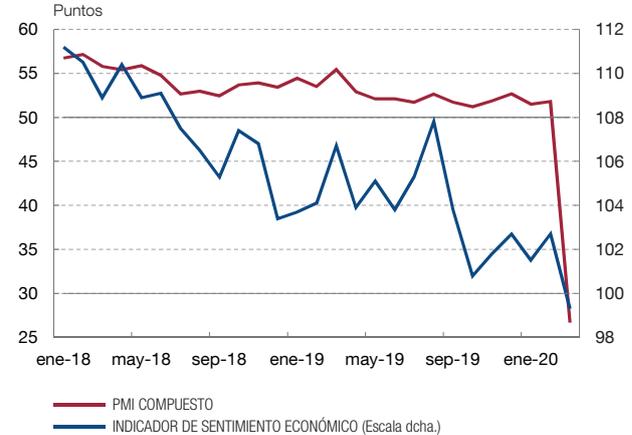
LA EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD EN ESPAÑA SE HA VISTO GRAVEMENTE ALTERADA POR LA PANDEMIA DEL COVID-19 (a)

La evolución de la actividad económica en España se ha visto bruscamente afectada por la propagación de la crisis sanitaria del coronavirus, y algunos indicadores, entre los que destacan los datos de afiliación a la Seguridad Social, y las encuestas de opinión de consumidores y empresarios ya recogen el impacto extraordinariamente severo de esta crisis.

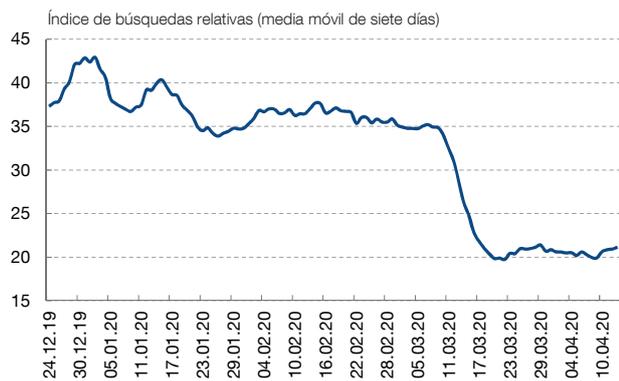
1 AFILIADOS A LA SEGURIDAD SOCIAL (SIN CUIDADORES NO PROFESIONALES) (b)



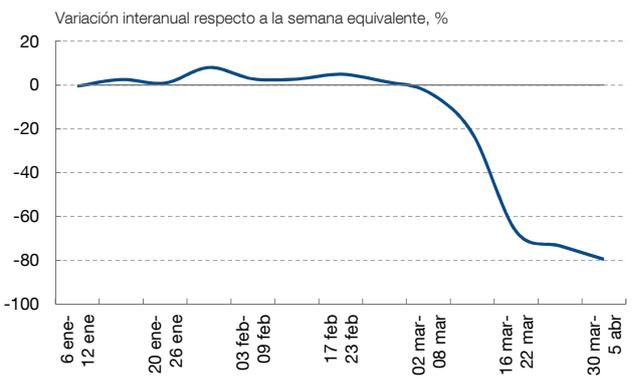
2 INDICADORES DE OPINIÓN



3 INDICADOR SINTÉTICO DE CONSUMO (c)



4 TRÁFICO POR AUTOPISTAS



FUENTES: Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social, Comisión Europea, Markit Economics, Google Trends y Grupo Atlantia.

a Últimas observaciones: marzo de 2020 (afiliados a la Seguridad Social e indicadores de opinión), 13 de abril (indicador sintético de consumo basado en búsquedas diarias en Google) y 5 de abril (volumen semanal del tráfico por autopistas).

b El Real Decreto-ley 6/2019, de 1 de marzo, restableció el derecho de los cuidadores no profesionales de las personas en situación de dependencia a suscribir un convenio especial con la Seguridad Social mediante el cual la Administración General del Estado se hace cargo de las cotizaciones a la Seguridad Social. Esta modificación legal ha aumentado el número de cuidadores no profesionales desde los 7.300 observados en marzo de 2019 a los 57.600 de febrero de 2020.

c Indicador elaborado a partir de las búsquedas en Google.

se concentró en la segunda quincena, ha sido de un 4,3 % (833.979 afiliados) en comparación con el nivel de cierre de febrero (véase gráfico 1.4). Por sectores, la caída del empleo más pronunciada en términos porcentuales se ha observado en la hostelería (-11,9 %) y la construcción (-11,3 %). La aplicación de expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE) ha limitado las caídas de afiliados en todos los sectores. Por tipo de contrato, el descenso de la ocupación en la segunda mitad del mes se ha centrado en los trabajadores temporales (-17,3 %), mientras que el empleo indefinido se ha resentido en mucha menor medida (-1,9 %), en parte como

consecuencia de la aplicación de ERTE, que afectan predominantemente al segundo de estos dos conjuntos de trabajadores. En este sentido, la Encuesta de Población Activa del primer trimestre registró un repunte de la tasa de paro hasta el 14,4 %.

Los indicadores de naturaleza cualitativa referidos a la actividad y los indicadores cuantitativos de alta frecuencia también han mostrado un descenso muy pronunciado en marzo. El PMI del sector manufacturero, que presentaba hasta febrero una tendencia de mejora, descendió bruscamente en marzo por debajo de 50 puntos. La caída del PMI del sector servicios fue mucho más marcada y se contrajo desde 52,5 puntos en febrero a menos de 25 en marzo de este año. El indicador de sentimiento económico registró en marzo una disminución de 3,4 puntos, que, no obstante, recogería solo parcialmente las consecuencias de las medidas de contención de la pandemia, dado que las encuestas se habían realizado en su mayoría con anterioridad. Aparte de los indicadores de empleo y de las matriculaciones de automóviles, que mostraron una caída muy pronunciada, no se encuentran disponibles los restantes indicadores de naturaleza cuantitativa referidos al mes de marzo que se usan habitualmente en el análisis de la actividad económica. Otros indicadores cuantitativos de más alta frecuencia, menos habituales en el seguimiento de la coyuntura económica, apuntan también a una contracción muy pronunciada de la actividad. Así, por ejemplo, las cifras de entradas de viajeros internacionales por vía aérea y de vuelos con origen o destino en un aeropuerto español se habrían reducido hasta un nivel casi nulo desde mediados de marzo. En la misma línea, de acuerdo con un indicador de búsquedas en Internet relacionadas con el gasto en bienes y servicios de consumo, esta partida habría experimentado un fuerte descenso desde los días previos a la declaración del estado de alarma. El intenso retroceso de la actividad también se aprecia en el descenso del tráfico en autopistas españolas.

Estos desarrollos se traducirán en descensos significativos del PIB en la primera mitad del año⁶. A pesar de que, como se ha indicado, la información referida al mes de marzo es incompleta, la estimación preliminar del INE apunta a un retroceso intertrimestral del PIB del 5,2 % en el primer trimestre, aunque la perturbación le afectara principalmente solo en su última quincena. Esa caída supera en 2,6 pp el mayor descenso intertrimestral que la economía española ha registrado en su historia reciente, concretamente en el primer trimestre de 2009. En el segundo trimestre de 2020, se espera que la caída del producto sea sensiblemente más elevada, dado que el número de semanas de confinamiento será mayor en comparación con el período enero-marzo.

Las perspectivas en cuanto a la evolución de la actividad económica más allá del período de confinamiento se encuentran rodeadas de una elevada

6 Para más detalles, véase Banco de España, (2020) «Escenarios macroeconómicos de referencia para la economía española tras el Covid-19» Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 02/2020, Banco de España.

incertidumbre. En primer lugar, existe una considerable falta de certeza acerca de la duración y la intensidad de la crisis sanitaria actual desde un punto de vista epidemiológico. En segundo lugar, es difícil valorar hasta qué punto se podrá conseguir una normalización relativamente rápida de los procesos productivos una vez se supere la alerta sanitaria. El plazo para alcanzar esta normalización será tanto más acotado cuanto mayor sea la efectividad de las medidas de política económica que, tanto en el ámbito nacional como en el internacional, se han aprobado recientemente para evitar que esta perturbación se traduzca en cierres de empresas y pérdidas permanentes de puestos de trabajo⁷.

Estas incertidumbres dificultan la tarea de la elaboración de unas proyecciones macroeconómicas de medio plazo mediante las metodologías habituales.

Por este motivo, el 20 de abril, el Banco de España dio a conocer un conjunto de escenarios ilustrativos de referencia, utilizando herramientas analíticas de distinta naturaleza⁸. En la construcción de los escenarios se ha hecho uso de dos enfoques alternativos, desde la óptica de la oferta y la demanda. La perspectiva de oferta parte de la calibración de la magnitud de la caída de la producción en los distintos sectores de la economía como consecuencia de las medidas de contención. El enfoque de demanda se basa en simulaciones de distintos escenarios con un modelo macroeconómico a partir de una caracterización de las distintas perturbaciones asociadas a la pandemia (véase gráfico 1.5). Como es obvio, dada la rápida evolución de los acontecimientos, todos estos escenarios están sujetos a revisiones, potencialmente frecuentes y de una magnitud elevada.

Los escenarios actualmente disponibles apuntan a una caída del PIB en 2020 entre el 6,6 % y el 13,6 %.

La economía española estará más cerca de uno u otro extremo dependiendo de la duración de la situación de confinamiento, de la persistencia de las perturbaciones y del grado en que los problemas de liquidez de los agentes privados acaben dando paso a dificultades patrimoniales. En cualquier caso, la magnitud de la caída superará previsiblemente con amplio margen la que la economía española registró en 2009.

Las simulaciones realizadas sugieren que en 2021 se produciría un repunte de cierta intensidad.

No obstante, existen factores que podrían restar pujanza a esa recuperación. En primer lugar, no puede descartarse que, desde un punto de vista sanitario, la pandemia se prolongue, con distinta intensidad, más allá de lo supuesto en las simulaciones. En segundo lugar, a pesar de las medidas de política económica implementadas para mitigar sus efectos adversos, podrían producirse daños persistentes de la crisis sanitaria sobre la estructura productiva de la economía

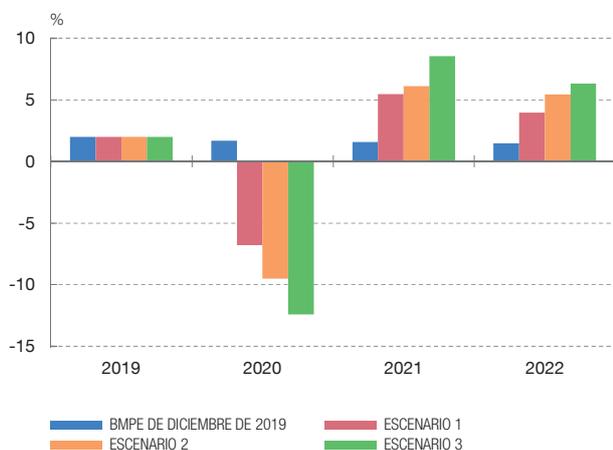
7 Véase el recuadro 1.1 de este capítulo. Para más detalles sobre algunas de estas medidas, véase la sección 5 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2020, Banco de España.

8 Véase Banco de España, (2020) «Escenarios macroeconómicos de referencia para la economía española tras el Covid-19» Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 02/2020, Banco de España

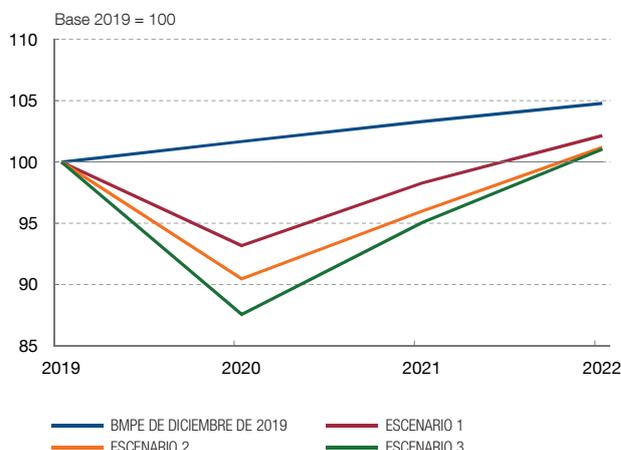
LA INCERTIDUMBRE SOBRE EL IMPACTO ECONÓMICO DEL COVID-19 EXIGE CONSIDERAR MÚLTIPLES ESCENARIOS, SIENDO NO OBSTANTE SEVERA LA REDUCCIÓN DE LA ACTIVIDAD EN 2020 EN TODOS ELLOS (a)

Como en el caso de otros países, la economía española se enfrenta a una perturbación sin precedentes en su historia reciente, de intensidad y persistencia muy inciertas, si bien se prevé que sus efectos sean, en cualquier caso, muy pronunciados. El impacto concreto sobre el PIB dependerá del grado de éxito tanto de las medidas de confinamiento en contener la pandemia como de las acciones de las políticas económicas en evitar perjuicios duraderos al tejido económico y a la situación financiera de los agentes.

1 TASAS DE VARIACIÓN ANUAL DEL PIB



2 NIVELES ANUALES DEL PIB



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Se simulan tres escenarios acerca de la evolución del PIB hasta 2022 en función de la magnitud del impacto sobre la actividad y el empleo del Covid-19. El escenario 1 asume una resolución rápida de la crisis sanitaria, que conlleva un confinamiento de la población de ocho semanas, y que las medidas aprobadas por las autoridades consiguen mitigar la destrucción de empresas y empleos. El escenario 3 contempla una extensión algo mayor de la crisis sanitaria, con un confinamiento de doce semanas, e implicaciones más persistentes sobre la pérdida de actividad y empleos. En concreto, bajo este escenario se produciría el cese en su actividad de un determinado porcentaje de empresas por problemas de liquidez. El escenario 2 es un escenario intermedio entre los dos anteriores, que combina la duración corta del confinamiento del escenario 1 con los problemas de solvencia empresarial del escenario 3 con una menor proporción de empresas afectadas. Para más detalles, véase el artículo «Escenarios macroeconómicos de referencia para la economía española tras el Covid-19», Artículo Analítico, *Boletín Económico* 2/2020, Banco de España.

(por ejemplo, debido a cierres permanentes de empresas) o una reducción persistente de la demanda agregada (si las expectativas de renta permanente de los hogares se vieran deterioradas significativamente), más allá de lo que se considera incluso en los escenarios ilustrativos de referencia más desfavorables.

Por eso, las autoridades deben estar preparadas para adoptar medidas adicionales si ello se considera necesario. Estas incluirían aquellas que contribuyan a reforzar la capacidad de respuesta de las autoridades europeas ante la crisis y las necesidades financieras que podrían surgir a raíz de la misma.

1.2 Mercados financieros y sector inmobiliario

1.2.1 Mercados financieros

La expansión de la crisis sanitaria del Covid-19 ha marcado la evolución de los mercados financieros desde finales de febrero, con caídas históricas

en los índices bursátiles. La evolución positiva de los mercados con la que se inició el año, que había llevado a que los principales índices bursátiles registraran máximos históricos en Estados Unidos (S&P-500, Dow Jones y Nasdaq) y Europa (STOXX EUROPE 600), revirtió bruscamente tras la aparición de brotes del Covid-19 fuera de China. La preocupación de los inversores sobre los efectos macroeconómicos de la crisis sanitaria, junto con el contexto de elevada incertidumbre, propició una huida de los inversores de los activos con riesgo.

Aunque las medidas de las autoridades económicas para contener los efectos adversos de la crisis sanitaria han logrado una cierta estabilización de los mercados desde finales de marzo, las caídas acumuladas de los precios de los activos con riesgo son muy significativas. Entre el 21 de febrero y la fecha de cierre de este IEF, los índices de las principales bolsas mundiales acumulaban unas pérdidas superiores al 13 %, con el IBEX-35 retrocediendo un 30 %, el EUROSTOXX 50 un 24 % y el S&P-500 un 14 % (véase gráfico 1.6). Por su parte, las primas de riesgo de crédito corporativas han aumentado de modo abrupto, especialmente en el segmento de alto rendimiento, con un incremento en el mismo período de 348 puntos básicos (pb) en el caso de Estados Unidos y de 397 pb en la zona del euro. La elevada incertidumbre también se reflejó en un repunte muy significativo de las volatilidades de los precios en los mercados de renta variable y renta fija, alcanzándose en algunos casos máximos históricos.

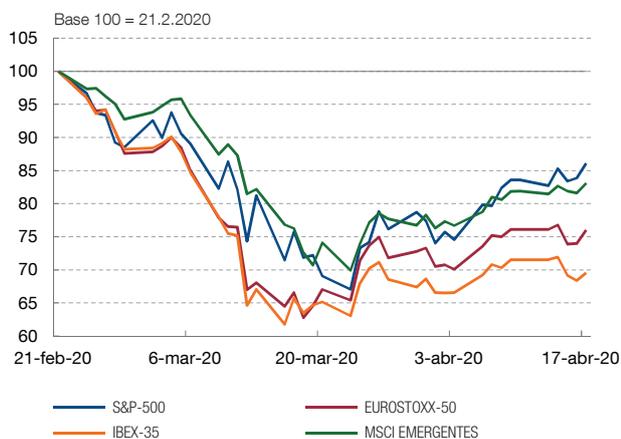
En los mercados financieros de la Unión Económica y Monetaria (UEM), las primas de riesgo soberanas se han ampliado, aunque de forma moderada por la acción del BCE. Este movimiento es reflejo de las perspectivas acerca del impacto negativo de la crisis sanitaria sobre los déficits públicos (a través tanto de los estabilizadores automáticos como de las medidas discrecionales), así como del clima general de incertidumbre y de la mayor aversión al riesgo de los inversores. La presión sobre estos diferenciales se relajó tras la aprobación, el 18 de marzo, de nuevas medidas de corte expansivo por parte del BCE, que incluían la compra de activos por valor de 750 mm de euros hasta final de año, y, también, tras la confirmación, el 26 de marzo, de que no se aplicarían los límites en las compras de activos que se habían establecido en programas anteriores. Entre el 21 de febrero y la fecha de cierre de este IEF, el incremento acumulado de los diferenciales de rentabilidad a diez años frente a la referencia alemana era de 64 pb en España, de 93 pb en Italia y de 28 pb en Francia.

El precio de los activos emitidos por los bancos y por las empresas de los sectores asegurador y del petróleo y gas ha caído en mayor medida que el promedio del mercado. Así, las cotizaciones de las acciones de los bancos del área del euro se encuentran entre las más afectadas por la corrección de los precios en las bolsas, en línea con lo que se ha observado en otros mercados internacionales, como el de Estados Unidos (véase gráfico 1.7). También se ha observado un repunte en el coste de la deuda emitida por los bancos, que ha sido especialmente acusado en el caso de la deuda subordinada. Las cotizaciones bursátiles de las empresas

TRAS LA EXTENSIÓN DE LA CRISIS SANITARIA, CAYERON CON INTENSIDAD LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS CON RIESGO Y REPUNTARON SUS VOLATILIDADES

Retroceso acusado de los índices bursátiles y repunte en las primas de riesgo, tanto de la deuda corporativa como de la soberana. En el caso de esta última, las medidas adoptadas por el BCE consiguieron reducirla en las últimas semanas de marzo. La elevada incertidumbre global propició un aumento en la volatilidad de los precios de los activos financieros.

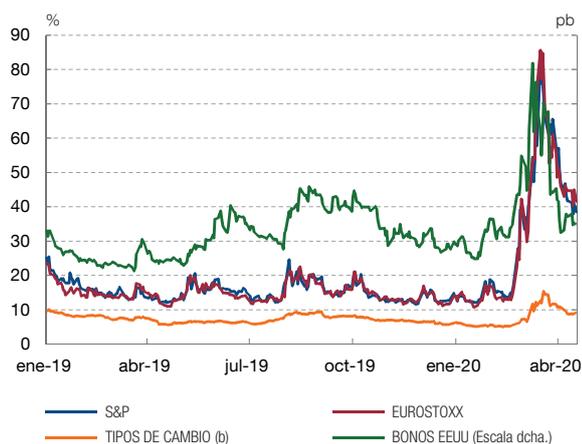
1 ÍNDICES DE BOLSA



2 DIFERENCIALES DE LOS BONOS DE ALTO RENDIMIENTO RESPECTO A LA CURVA SWAP



3 VOLATILIDADES



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



FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

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

b Promedio de las volatilidades a tres meses de USD/EUR, USD/GBP y JPY/USD.

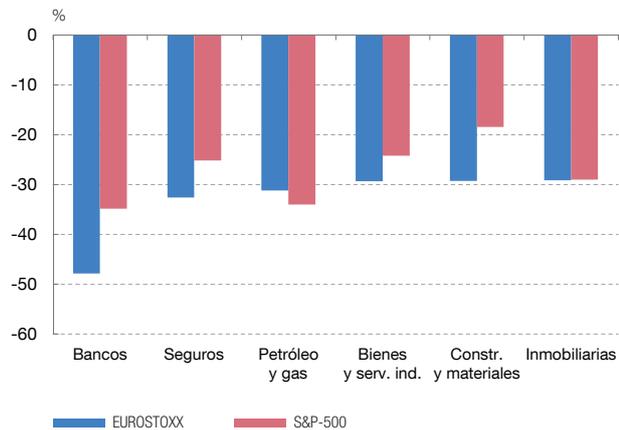
de los sectores de seguros, y del petróleo y gas también han caído en mayor medida que los índices generales, lo que refleja el mayor impacto que la crisis sanitaria tendría sobre los beneficios de estas compañías.

La búsqueda de activos seguros y líquidos, la expectativa de políticas monetarias más expansivas y los paquetes fiscales anunciados condicionaron la evolución de la rentabilidad de la deuda soberana con mayor calidad crediticia. Así, la demanda de activos refugio, junto con las expectativas de unas políticas monetarias más acomodaticias se ha traducido en una caída en los

LAS TENSIONES EN LOS MERCADOS FINANCIEROS TAMBIÉN AFECTARON A LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS EMITIDOS POR LOS BANCOS Y A LA FINANCIACIÓN EN DÓLARES

El sector bancario ha perdido más de un 30 % de su capitalización bursátil tanto en Estados Unidos como en la UEM desde la expansión del coronavirus fuera de China. Además, el coste de la deuda subordinada bancaria también repuntó. Las rentabilidades de las deudas soberanas de mayor calidad cayeron inicialmente, pero este movimiento revirtió posteriormente por la búsqueda de liquidez de los inversores y el aumento previsto de las emisiones. Por otro lado, el coste de financiación en dólares se elevó considerablemente, lo que provocó la acción coordinada de los bancos centrales para incrementar sus operaciones de intercambio de divisas.

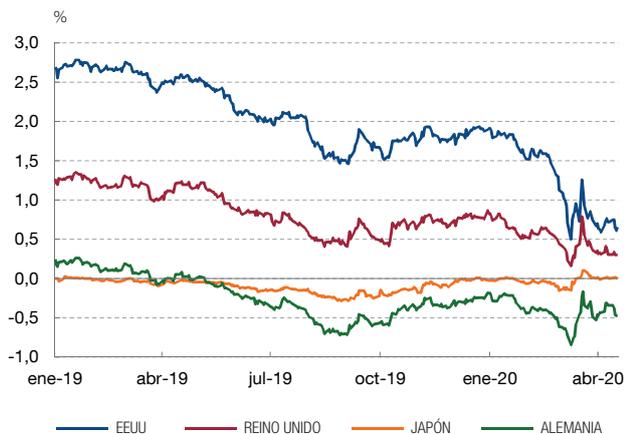
1 SECTORES DEL EUROSTOXX CON MAYORES PÉRDIDAS Y EQUIVALENTES EN EL S&P-500 (DESDE EL 21.02.2020 HASTA EL 17.04.2020)



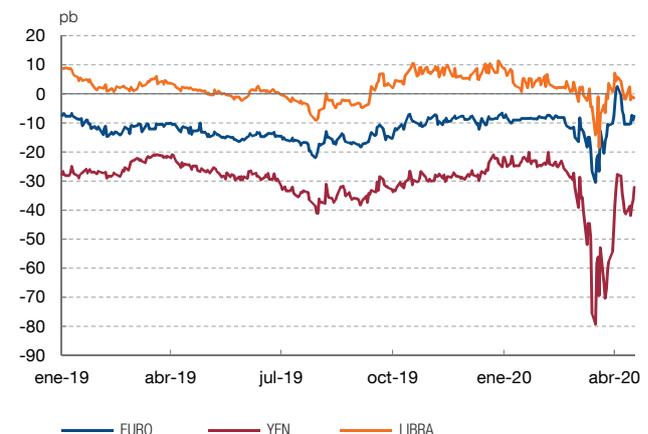
2 RENTABILIDAD DE DEUDA BANCARIA SUBORDINADA. INDICES IBOXX (a)



3 TIPOS DE INTERÉS A DIEZ AÑOS



4 CROSS CURRENCY SWAP FRENTE AL DÓLAR A UN AÑO



FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

a El índice IBOXX de deuda bancaria subordinada sigue la evolución de los precios de estos instrumentos para una muestra representativa de bancos.

rendimientos de las deudas soberanas de mayor calidad crediticia, hasta alcanzar, en el caso de la referencia americana a diez años y de la deuda pública alemana al mismo plazo, mínimos históricos. Sin embargo, a lo largo de los últimos meses también se han observado repuntes transitorios en estas rentabilidades, que podrían estar vinculados con el anuncio de programas gubernamentales de estímulo fiscal por parte de muchos países y el aumento de la demanda de activos líquidos, lo que también llevó a la caída en el precio de activos considerados refugio, como el oro.

También se han producido tensiones en los mercados cambiarios, con períodos de fuerte depreciación de dólar estadounidense seguidos de una reversión de esta tendencia. La depreciación inicial del dólar estadounidense estuvo condicionada por el cierre de posiciones de *carry-trade*, mientras que su apreciación posterior frente al euro y al yen muestra la creciente demanda de esta moneda a nivel global por parte de bancos y empresas no financieras, que buscan mantener su operatividad, reflejada en el incremento del coste de adquisición de dólares a través de los *swaps* de divisas. Esto provocó, el 15 de marzo, la acción coordinada de la Reserva Federal (Fed), el BCE, el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón y el Banco Nacional Suizo para incrementar los bancos centrales participantes y la frecuencia de las operaciones de las líneas de *swap* en dólares. Estas decisiones consiguieron revertir, en parte, el incremento en el coste de adquisición de dólares (véase también la sección de condiciones de liquidez y financiación en el capítulo 2). Más recientemente, la Fed ha lanzado una facilidad transitoria de préstamos que permitirá a otros bancos centrales con cuentas en esa institución obtener dólares mediante operaciones *repo* de sus tenencias de deuda pública de Estados Unidos.

Los precios de las materias primas, tanto energéticas como no energéticas, se han desplomado a raíz de la pandemia. La caída del precio del petróleo, que para la referencia tipo Brent acumula un descenso cercano al 50% desde finales de febrero, se explicó inicialmente por el desacuerdo entre la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y otros productores de crudo sobre cuotas de producción, a lo que le ha acompañado la contracción de la demanda, sobre todo en el sector del transporte, debido a las medidas de confinamiento adoptadas ante la pandemia. Tras el acuerdo alcanzado entre la OPEP y otros socios para reducir la oferta en unos 10 millones de barriles diarios en mayo y junio (y en una cuantía gradualmente menor hasta abril de 2022), los precios apenas han reaccionado, lo que sugiere un desplome de la demanda de crudo notable. Además, en el caso de Estados Unidos, la reducción en el precio del crudo habría provocado revisiones significativas a la baja de la calidad crediticia en aquellas compañías más expuestas a actividades de extracción de esta materia prima⁹.

1.2.2 El mercado inmobiliario en España

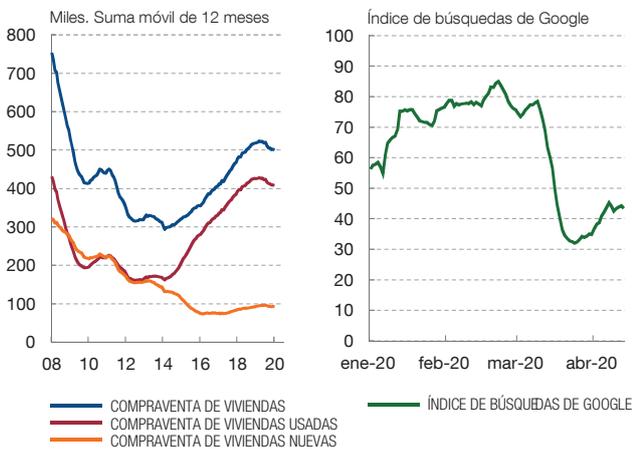
El impacto de la crisis sanitaria sobre el mercado inmobiliario también será significativo, al menos en el corto plazo. Con anterioridad a esta perturbación, este mercado se encontraba en una fase de desaceleración, en términos tanto de actividad y transacciones como de los precios, tras la notable expansión de los años anteriores (véase gráfico 1.8). La declaración del estado de alarma por la crisis del Covid-19 no implicó en un primer momento el cese de la actividad en el sector

⁹ Así, por ejemplo, la agencia de calificación S&P ha rebajado en marzo la calificación crediticia de empresas como Anadarko Petroleum, Occidental Petroleum o Exxon Mobil.

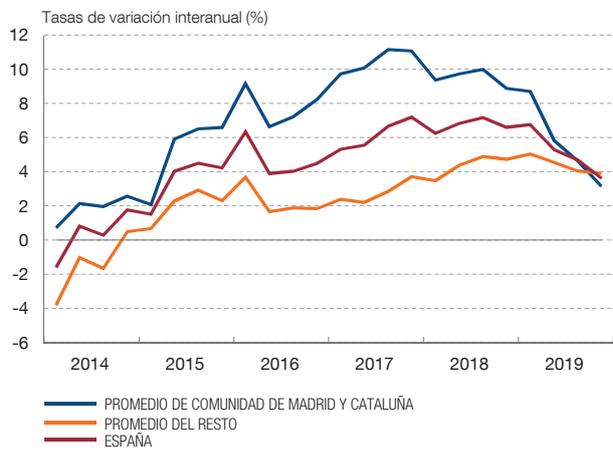
EL MERCADO DE LA VIVIENDA SE ENCONTRABA EN UNA FASE DE DESACELERACIÓN ANTES DE LA CRISIS DEL CORONAVIRUS, QUE PROVOCARÁ AJUSTES A LA BAJA, AL MENOS A CORTO PLAZO (a)

La actividad residencial se encontraba en una fase de desaceleración con anterioridad a la perturbación originada por la crisis sanitaria del coronavirus. Las compraventas se contrajeron en 2019 en el segmento tanto de obra nueva como, en mayor medida, en el de vivienda usada. Por su parte, el crecimiento del precio medio de la vivienda se moderó, manteniéndose una elevada heterogeneidad geográfica. A diferencia de la situación anterior a la última crisis, a finales de 2019 no se observaban desequilibrios importantes en el mercado de la vivienda, ni en términos de cantidades ni de precios.

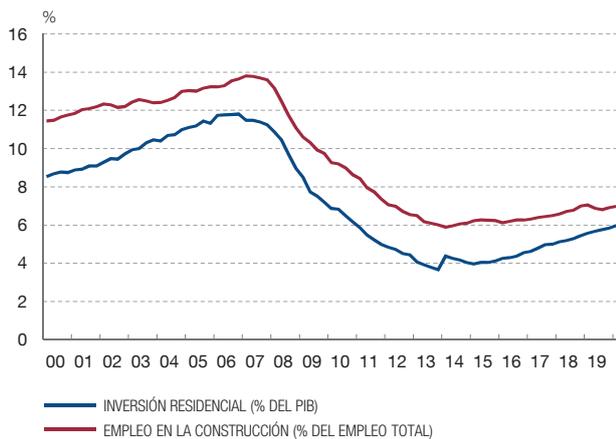
1 TRANSACCIONES Y BÚSQUEDAS EN GOOGLE (b)



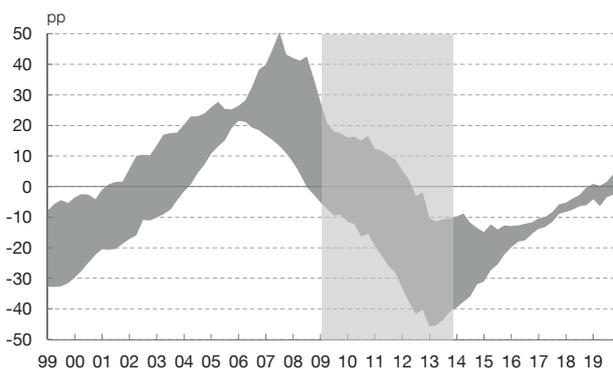
2 PRECIOS POR REGIONES



3 INVERSIÓN RESIDENCIAL Y EMPLEO EN LA CONSTRUCCIÓN



4 INDICADORES DE DESEQUILIBRIO DE PRECIOS DE LA VIVIENDA (c)



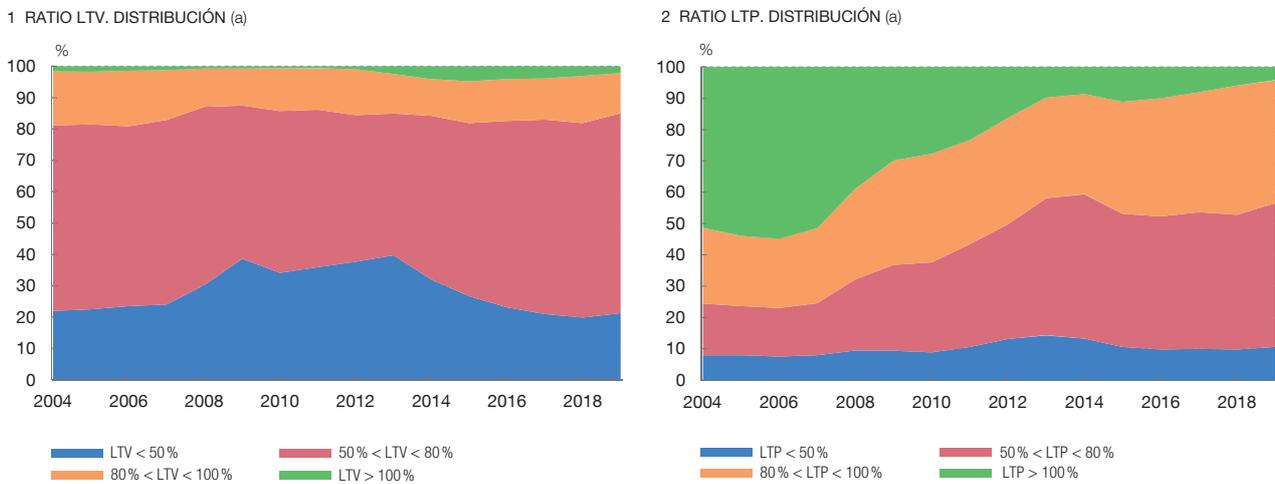
FUENTES: Google Trends, Banco Central Europeo, Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Última observación: cuarto trimestre de 2019 (precios de la vivienda), enero de 2020 (compraventas de viviendas), primer trimestre de 2020 (inversión residencial y empleo en la construcción) y 13 de abril de 2020 (índice de búsquedas de Google).
- b El gráfico izquierdo muestra el número de transacciones en suma móvil de 12 meses; el gráfico derecho muestra el índice de búsquedas de términos asociados al mercado inmobiliario en Google.
- c El área sombreada vertical muestra el último período de crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013). La franja sombreada representa los valores mínimos y máximos de un conjunto de cuatro indicadores sobre la evolución de los precios en el sector inmobiliario respecto a sus tendencias de largo plazo: i) brecha de precios de la vivienda respecto a la tendencia de largo plazo calculada con un filtro de Hodrick-Prescott con parámetro de suavizado de 400.000; ii) brecha de la ratio de precios de la vivienda sobre ingreso disponible respecto a la tendencia de largo plazo calculada con un filtro de Hodrick-Prescott con parámetro de suavizado de 400.000; iii) modelo econométrico de desequilibrio de los precios de la vivienda explicado por tendencias de largo plazo del ingreso disponible y los tipos de las hipotecas, y iv) modelo econométrico de desequilibrio de largo plazo de los precios de la vivienda explicado por los precios de períodos anteriores, ingreso disponible, tipos de nuevas hipotecas y variables fiscales.

de la construcción. Más tarde, la actividad se detuvo, como consecuencia de la suspensión de las actividades económicas no esenciales entre el 29 de marzo y el 9 de abril. En todo caso, el confinamiento de la población y la dificultad para llevar a término algunas de las tareas asociadas al proceso de compraventa de viviendas,

LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN DEL CRÉDITO INMOBILIARIO PREVIAS A LA IRRUPCIÓN DE LA CRISIS DEL CORONAVIRUS ERAN MUCHO MÁS CONSERVADORAS QUE EN 2008

El peso de las hipotecas con un alto apalancamiento en términos de LTP se redujo sustancialmente tras la crisis financiera internacional. Desde entonces se han mantenido unas condiciones de concesión mucho más conservadoras. La evidencia empírica disponible muestra que esto reduce sustancialmente la probabilidad de morosidad cuando se produce una caída de la renta del acreditado.



FUENTES: Datastream, Banco Central Europeo, Colegio de Registradores y Banco de España..

a Se incluyen préstamos en los que el colateral es una vivienda y el prestatario es una persona física. En las distribuciones, se acumula el principal de los préstamos (por período) para definir cada segmento dentro de la distribución. La *ratio loan-to-value* (LTV) recoge la relación entre el principal del préstamo hipotecario y el valor de tasación de la vivienda, mientras que la *ratio loan-to-price* (LTP), calculada para una muestra de hipotecas, utiliza en el denominador su precio registrado.

habrían tenido un impacto muy significativo en la demanda. Así se desprende, por ejemplo, de los indicadores basados en las búsquedas en Internet de términos relacionados con el sector inmobiliario, que muestran una intensa caída.

El grado de recuperación de la actividad en el mercado inmobiliario, una vez que finalice la crisis sanitaria, dependerá de hasta qué punto los efectos económicos y financieros de esta perturbación sean más o menos persistentes. En todo caso, la ausencia de desequilibrios importantes en este mercado en términos de precios y cantidades en el momento anterior al estallido de la crisis sanitaria es un factor que mitiga el alcance de los posibles riesgos para la estabilidad económica y financiera, en términos más generales. En efecto, a diferencia de lo que ocurrió cuando estalló la crisis iniciada en 2008, en esta ocasión el sector no parece sobredimensionado, el endeudamiento vinculado con la actividad inmobiliaria y la financiación a los hogares para adquisición de vivienda se estaban contrayendo, aunque representa todavía una fracción significativa del crédito bancario al sector privado, y no existían indicios generalizados de sobrevaloración de la vivienda (véase gráfico 1.8). Hay que tener en cuenta también que el peso en la concesión de hipotecas de operaciones con un alto apalancamiento ha sido mucho más reducido en el período posterior a 2008 (véase gráfico 1.9) y que los préstamos hipotecarios que sobrevivieron a la crisis financiera internacional tienen unas condiciones de financiación que en general se puede calificar de prudentes y se encuentran más próximos a su vencimiento. La evidencia empírica

disponible muestra que estos factores están asociados a una menor probabilidad de entrada en dudoso.

1.3 Los sectores no financieros

1.3.1 Los hogares y las empresas no financieras

Las familias españolas afrontan la crisis del coronavirus, que supone un *shock* adverso significativo sobre sus rentas, desde una posición patrimonial más sólida que la que tenían antes de la crisis financiera de 2008. Así, en la última década, los hogares han realizado un importante esfuerzo de desendeudamiento, con un descenso acumulado de cerca de un 23 % desde finales de 2008, cuando se alcanzó el máximo volumen de deuda. Esta evolución ha llevado a que la ratio de deuda se sitúe en el 91 % de la renta bruta disponible (RBD) en el último trimestre de 2019, nivel que no se observaba desde comienzos de 2004 (véase gráfico 1.10). Este nivel es casi 4 puntos porcentuales (pp) inferior al del promedio de la UEM. La reducción del endeudamiento ha venido acompañada de una caída significativa de los costes de financiación en los últimos años, lo que se ha traducido en un fuerte descenso de la proporción de la renta destinada al pago de las obligaciones financieras, hasta el 11,1 % de la RBD al cierre de 2019, el nivel más reducido de los últimos veinte años.

El volumen de activos líquidos de los hogares en proporción a su renta es también más elevado que antes de la última crisis. Según los últimos datos disponibles, correspondientes al cuarto trimestre de 2019, el efectivo y los depósitos de los hogares alcanzaban el 118 % de la RBD, 8 pp más que en 2007. Si se añaden otros activos fácilmente realizables, como participaciones en fondos de inversión, acciones cotizadas y títulos de deuda, los activos líquidos de las familias suponen el 181 % de la RBD, 11 pp más que en 2007. No obstante, el valor de una parte de estos últimos activos se ha reducido durante las últimas semanas como consecuencia de los efectos de la crisis sanitaria sobre la evolución de los mercados financieros.

Aunque a escala agregada la posición patrimonial de partida, previa a la irrupción de la pandemia, de los hogares era relativamente sólida, existen segmentos de población en situación de particular vulnerabilidad. Según la última edición de la Encuesta Financiera de las Familias¹⁰, un 10 % de los hogares dedicaba más del 40 % de su renta al servicio de la deuda, porcentaje en todo caso que es el más reducido desde 2005. Sin embargo, el porcentaje de hogares que dedicaban más del 30 % de su renta al pago del alquiler se ha incrementado

10 Para más detalles, véase «Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2017: métodos, resultados y cambios desde 2014», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2019, Banco de España.

LA SITUACIÓN PATRIMONIAL ACTUAL DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO ES MÁS SÓLIDA QUE EN 2007

Los hogares y las sociedades no financieras se han desendeudado intensamente en la última década, lo que, unido al reducido coste de financiación, ha situado la carga financiera en niveles muy próximos a mínimos históricos. Sin embargo, algunos segmentos del sector de hogares presentan una situación de cierta fragilidad. Así, por ejemplo, se ha incrementado el porcentaje de familias que destinan una proporción elevada de su renta al pago del alquiler, particularmente en los segmentos de población más jóvenes. Por su parte, las ratios de liquidez se sitúan en niveles superiores a los existentes antes de la anterior crisis, si bien la liquidez de los hogares estaría sujeta a ajustes de valoración.

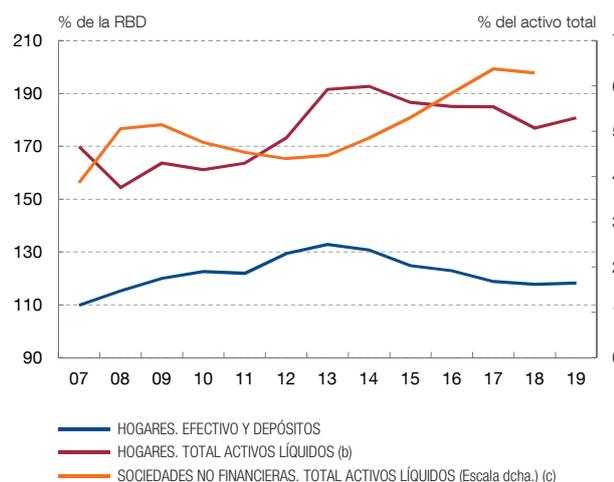
1 RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



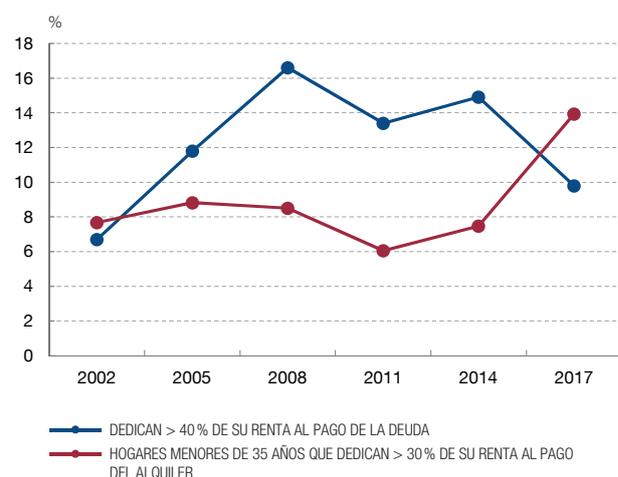
2 RATIOS DE CARGA FINANCIERA (a)



3 ACTIVOS LÍQUIDOS DE LOS HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS



4 PORCENTAJE DE HOGARES VULNERABLES PARA AFRONTAR EL SERVICIO DE LA DEUDA O EL PAGO DEL ALQUILER



FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a La carga financiera de las familias comprende los pagos que estas realizan en concepto de intereses y amortización de la deuda, mientras que en el caso de las empresas se consideran únicamente los intereses, dada la dificultad para estimar con fiabilidad la cuantía de las cuotas de amortización.
 b Comprende: efectivo, depósitos, participaciones en fondos de inversión, acciones cotizadas y títulos de deuda.
 c Media ponderada por activo.

significativamente, en particular en el segmento de población de menores de 35 años (14 %, frente al 8 % en 2008). En relación con la tenencia de activos financieros, esta misma fuente revela que mientras que, en 2017 el hogar mediano contaba con 10.500 euros en activos financieros, de los que unos 4.500 euros estaban en cuentas corrientes y depósitos a la vista, los hogares por debajo del percentil 25 de la riqueza neta disponían de únicamente 1.500 euros en activos financieros, de los que aproximadamente la mitad se encontraba en cuentas corrientes y depósitos a la vista.

Los programas de apoyo a los hogares afectados por los efectos económicos de la crisis sanitaria contribuirán a mitigar su impacto sobre la situación económico-financiera de este sector. Así, entre las medidas aprobadas, la moratoria en el pago de las cuotas hipotecarias y del resto de préstamos a personas físicas para desempleados y autónomos que hayan visto sustancialmente reducidos sus ingresos como consecuencia de la crisis sanitaria aliviará la presión financiera de los colectivos beneficiados por la medida. Asimismo, la posibilidad de aplazar los pagos de los alquileres y la garantía de suministro de las utilidades básicas también contribuye a limitar el impacto de la crisis en estos colectivos. Por su parte, el acceso a las prestaciones contributivas por desempleo para aquellos trabajadores despedidos que carezcan del período de cotización necesario o la extensión de los beneficios a trabajadores temporales mitigará el descenso de sus rentas. La posibilidad de disponer sin penalización de las cantidades en fondos de pensiones también contribuirá a la disposición de liquidez por los hogares más afectados por la crisis. Además, el Gobierno ha anunciado la próxima introducción de un subsidio para las familias sin prácticamente ingresos. El recuadro 1.2 analiza si los hogares establecen una ordenación en el potencial incumplimiento de sus obligaciones financieras cuando se produce una pérdida sustancial de renta o del empleo.

Las sociedades no financieras también afrontan los efectos económicos de la crisis sanitaria con una situación patrimonial de partida que había mejorado sustancialmente desde 2008. La ratio de endeudamiento empresarial se situaba en el 73 % del PIB a finales de 2019, 5 pp menos que la media de la eurozona. Dicho nivel es el más reducido desde principios de 2004 y se sitúa 47 pp por debajo del máximo alcanzado en junio de 2010. Esto, unido al descenso del coste de la deuda de los últimos años, se ha traducido en una sustancial disminución de los pagos de intereses en relación con el PIB, que alcanzaron el nivel más reducido de los últimos veinte años. La rentabilidad media del activo de las sociedades no financieras también había crecido en los últimos años y se situaba en niveles similares a los que había antes de la anterior crisis.

De todas formas, algunas empresas, que se concentraban dentro de las de menor tamaño, presentaban una cierta situación de vulnerabilidad. La magnitud del *shock* es muy significativa y persistían en 2019 segmentos del sector corporativo español con una situación financiera más débil. Además, el efecto de la crisis será heterogéneo por sectores económicos. En particular, algunas ramas de actividad, como la hostelería, el comercio o la industria automovilística, se verán más adversamente impactadas.

Las reservas de liquidez de las sociedades no financieras también han mejorado en los últimos años, pero, a pesar de ello, la magnitud previsible de la caída de los ingresos dificultará cubrir sus necesidades, si bien el programa de avales públicos ayudará a mitigar este problema. La liquidez de las empresas ha aumentado en los últimos años y los datos individuales de empresa

más recientes, correspondientes a finales de 2018, evidencian unos niveles de activos líquidos superiores a los existentes antes de la anterior crisis (véase gráfico 1.10), aunque la situación no es homogénea por empresas. La financiación disponible en líneas de crédito, en proporción del saldo total del crédito concedido, se ha elevado durante los últimos años, aunque al cierre de 2019 los niveles eran inferiores a los previos a la crisis de 2008, y estaban además concentradas dentro del segmento de empresas de mayor dimensión. El programa de avales aprobado por el Gobierno facilitará el recurso a la financiación bancaria para proporcionar liquidez a las empresas con la que afrontar tanto las obligaciones financieras ya existentes como las que puedan surgir durante este periodo.

1.3.2 Las Administraciones Públicas

Tras el deterioro del déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) españolas en 2019, la posición estructural de las finanzas públicas seguía siendo deficitaria y la deuda pública elevada. Después de seis años consecutivos de reducciones en el déficit de las AAPP españolas en porcentaje del PIB, en 2019 se incrementó en tres décimas, hasta el 2,8 % (gráfico 1.11). Esto se debió al tono expansivo de la política fiscal en dicho año, reflejado en aumentos significativos del gasto en prestaciones sociales y remuneración de empleados públicos, lo que más que compensó el efecto positivo de los reducidos costes de financiación y de la expansión económica, que aunque menor que en 2018 todavía fue superior al crecimiento potencial estimado de la economía española. De hecho, desde el inicio de la recuperación en 2014, toda la corrección del desequilibrio de las finanzas públicas en España en los últimos años se habría debido a estos dos efectos (ciclo expansivo y reducidos tipos de interés), por lo que el saldo estructural y el saldo estructural primario de las AAPP¹¹ se habrían situado, a finales de 2019, en niveles aun elevados, de en torno al -3 % y -0,8 % del PIB, respectivamente, según las estimaciones del Banco de España. Por su parte, la deuda pública se situaba en el 95,5 % del PIB, lo que representa una reducción de 2,1 pp desde el año pasado. De esta forma, esta ratio acumula una reducción de 5,2 pp desde el máximo de 100,7 % alcanzado en 2014, gracias al avance experimentado por el PIB nominal y al retroceso de la carga de intereses.

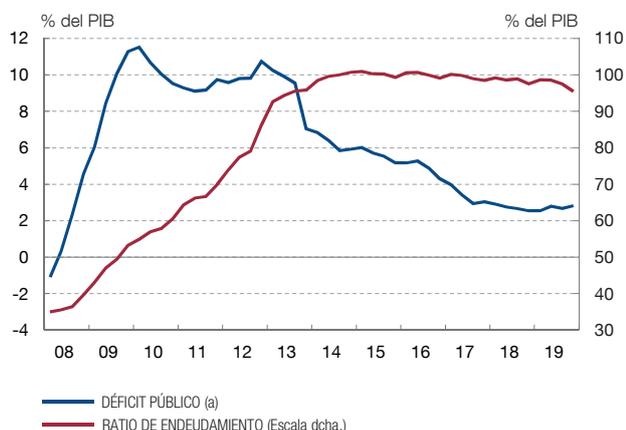
En este contexto, el desencadenamiento de la crisis sanitaria va a tener consecuencias notables sobre las finanzas públicas, tanto en España como en muchos otros países. En los tres escenarios presentados en la sección 1.1.2, la deuda de las AAPP españolas se elevaría de manera apreciable, en una magnitud potencialmente muy elevada en los escenarios con mayor deterioro de

11 El saldo público estructural trata de corregir los efectos transitorios que la posición cíclica de la economía tiene en los ingresos y gastos públicos. El saldo estructural primario excluye la carga por intereses de la deuda pública.

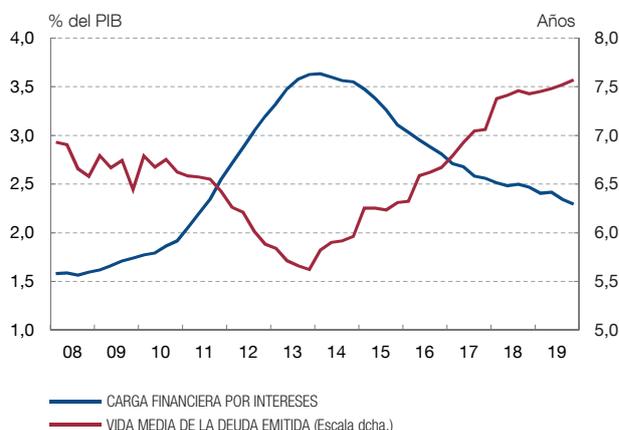
EL ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO CONTINÚA SIENDO MUY ELEVADO Y EXPERIMENTARÁ UN AUMENTO SIGNIFICATIVO CON LA CRISIS

En los distintos escenarios considerados para la evolución de la economía española, la deuda de las AAPP se elevaría de manera apreciable, en una magnitud potencialmente muy elevada en los escenarios con mayor deterioro de la actividad. En todo caso, los riesgos para la sostenibilidad de la deuda pública se ven mitigados por las favorables condiciones de financiación de los últimos años, aunque la prima de riesgo ha experimentado un cierto aumento con la crisis y por el alargamiento de la vida media de la deuda en circulación, que reduce el volumen de refinanciaciones.

1 SITUACIÓN PATRIMONIAL DE LAS AAPP



2 CARGA FINANCIERA DE LAS AAPP Y VIDA MEDIA DE LA DEUDA EMITIDA



FUENTES: Tesoro Público y Banco de España.

a Datos acumulados de cuatro trimestres.

la actividad. En el primero de ellos, la deuda pública podría elevarse hasta el entorno del 110 % del PIB a finales de 2020. Este escenario se caracteriza por una duración del período de confinamiento de ocho semanas y por la ausencia de fricciones financieras que dañen la estructura productiva de manera persistente. Aproximadamente la mitad del incremento de casi 15 pp, con respecto a la situación de cierre de 2019, se debería al desequilibrio de las cuentas públicas, que pasaría a ser de en torno al 7 % del PIB, como consecuencia del efecto combinado de los estabilizadores automáticos y de las medidas discrecionales aprobadas. El resto se explicaría por la caída estimada del PIB nominal, más un impacto residual derivado de los ajustes flujo-fondo¹². En el segundo escenario, más desfavorable, pues se supone que los problemas de liquidez de los agentes privados pueden dar paso a ciertas dificultades de solvencia, la deuda podría elevarse en 2020 hasta el 115 % del PIB. Esas dificultades financieras dan pie a un retroceso más intenso de la actividad y una recuperación algo más lenta. Si, además, las medidas de confinamiento se prolongaran por un total de doce semanas, como en el tercer escenario, la deuda podría superar el 120 % del PIB. En los tres casos la deuda pública tendería a descender en 2021, en los diferentes escenarios. Esto es

12 Estos recogen variaciones de la deuda que no se deben al saldo entre ingresos y gastos no financieros de las AAPP. Por tanto, incluyen la variación de activos y pasivos financieros y ajustes de valoración.

consecuencia del repunte del crecimiento del PIB nominal, ya que el saldo público continuaría siendo deficitario.

El deterioro económico ocasionado por la pandemia dará lugar a un aumento persistente de la vulnerabilidad de la posición de las finanzas públicas en nuestro país. La naturaleza previsiblemente transitoria de la perturbación del Covid-19 hace que el deterioro previsto no tenga, en principio, un carácter predominantemente estructural. Para que ello sea así, no obstante, se precisa una respuesta fiscal acotada en el tiempo pero contundente. Ahora bien, los elevados niveles de déficit estructural de partida y los aumentos de deuda pública que previsiblemente se alcanzarán, unidos a los retos para las finanzas públicas que se derivan del envejecimiento de la población¹³, ponen de manifiesto la vulnerabilidad de las finanzas públicas españolas ante posibles perturbaciones adicionales en la actividad económica, en los costes de financiación o en el sentimiento de los inversores. En el corto plazo, el reforzamiento de los programas de compra de activos del BCE está favoreciendo la ausencia de tensiones en la financiación de las AAPP, y las decisiones de las instituciones europeas deberían facilitar en mayor medida la financiación de las necesidades del sector público. A medio plazo, cuando la situación vuelva a la normalidad, debería implementarse un programa de consolidación fiscal y de reformas estructurales que reduzcan los desequilibrios de la economía y eleven su crecimiento potencial.

Las medidas aprobadas por las autoridades nacionales y por el BCE deben complementarse con una respuesta europea amplia. La pandemia y su impacto económico están afectando a todos los países del área del euro y, por extensión, de la Unión Europea. Hacerle frente requiere una actuación decidida y ambiciosa de las autoridades e instituciones comunitarias a través de los instrumentos existentes, tanto financieros como presupuestarios, así como de posibles nuevas herramientas. En este sentido, el Eurogrupo del 9 de abril acordó la puesta en marcha de una batería de medidas de apoyo entre las que destacan una línea de crédito del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) para proporcionar financiación a los EEMM, un programa del Banco Europeo de Inversiones (BEI) para facilitar la financiación de pymes y un fondo para sufragar parte de los costes asociados a los expedientes de regulación temporal de empleo. Además, el Consejo Europeo del 23 de abril respaldó la creación de un Fondo de Recuperación propuesto por la Comisión Europea, con cargo al presupuesto plurianual europeo 2021-2027. Esta debería ser la prioridad de posibles nuevos instrumentos que pudieran ser requeridos, el refuerzo de la capacidad del conjunto de la UE para favorecer unas condiciones de financiación adecuadas con las que sufragar los cuantiosos costes de la reparación de la capacidad de crecimiento de todos los Estados miembros dañada por la pandemia. La crisis actual hace más

13 Las estimaciones más recientes ya anticipaban un incremento significativo del gasto público en pensiones, sanidad y cuidados de larga duración que se deriva tanto del proceso de envejecimiento de la población como de las últimas medidas adoptadas en el caso del sistema de pensiones

urgente que nunca reforzar los esfuerzos para avanzar decididamente en la labor de completar la arquitectura institucional del área del euro.

1.3.3 La posición de inversión internacional y la deuda externa

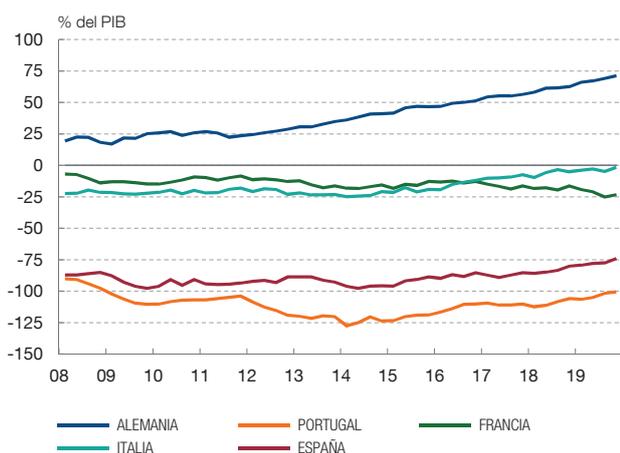
La economía española mantiene una elevada posición deudora frente al exterior (PII), lo que constituye una fuente de vulnerabilidad en un contexto como el actual, de incertidumbre y tensiones en los mercados financieros internacionales. La PII deudora neta de la economía española se ha reducido en los últimos años pero sigue elevada en perspectiva internacional (véase gráfico 1.12). Concretamente, al cierre de 2019 se situaba (en valor absoluto) en el 74 % del PIB, lo que supone su nivel más bajo desde 2007 y 24 pp por debajo del máximo observado en junio de 2014. Por su parte, la deuda externa bruta se situaba a finales de 2019 en el 169 % del PIB, nivel 6,2 pp por debajo del máximo registrado en el primer trimestre de 2015 y que se encuentra en un lugar intermedio dentro de los países de nuestro entorno. Los riesgos de refinanciación de esta deuda se ven algo mitigados por el predominio de la deuda emitida a largo plazo por el sector

Gráfico 1.12

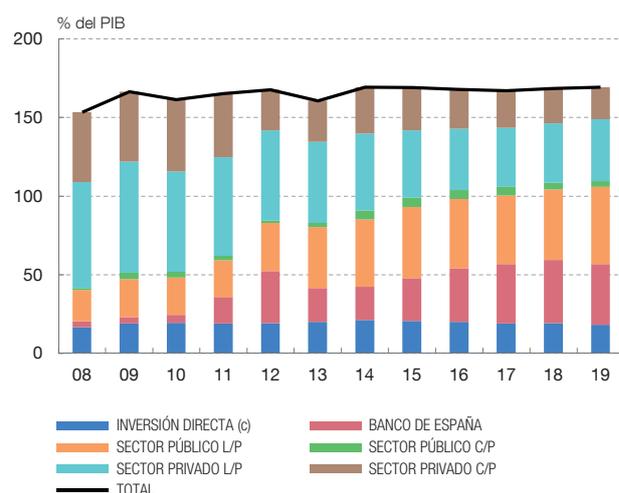
LA POSICIÓN DEUDORA NETA DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA SE HA REDUCIDO, PERO SIGUE SIENDO ELEVADA

La PII deudora neta de la economía española se ha reducido en los últimos años pero sigue siendo elevada en perspectiva internacional. Los riesgos de refinanciación de esta deuda se ven mitigados por el predominio de la deuda emitida a largo plazo por el sector público, y de la denominada en euros.

1 POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA, POR PAÍSES (a)



2 DESGLOSE DE LA DEUDA EXTERNA BRUTA, POR SECTOR INSTITUCIONAL Y PLAZO DE EMISIÓN (b)



FUENTE: Banco de España.

- a La PII neta es la diferencia entre el valor de los activos exteriores de los sectores residentes y el de los pasivos frente al resto del mundo.
- b La deuda externa comprende el saldo de todos los pasivos que dan lugar a pagos futuros de principal, intereses o ambos (es decir, todos los instrumentos financieros a excepción de los fondos propios, los derivados financieros y el oro monetario en lingotes).
- c Incluye solo inversión directa en forma de deuda.

público, y de la denominada en euros, así como por la presencia activa del Eurosistema en los mercados de deuda soberana a través de sus programas de compra de activos. No obstante, la reducción de la PII deudora neta de la economía española hasta niveles comparables con los países de nuestro entorno requiere el mantenimiento de las ganancias de competitividad acumuladas tras la crisis financiera, de modo que se dé continuidad a la consecución de saldos externos por cuenta corriente positivos de forma recurrente.

