
01.09.2020

El impacto de la crisis del Covid-19 sobre la estabilidad financiera

Clausura del seminario “El sistema financiero en la crisis de la Covid-19. Retos y compromisos”, de la Universidad Internacional Menéndez Pelayo, organizado por la Asociación de Periodistas de Información Económica

Pablo Hernández de Cos
Gobernador

Señoras y señores, muy buenas tardes:

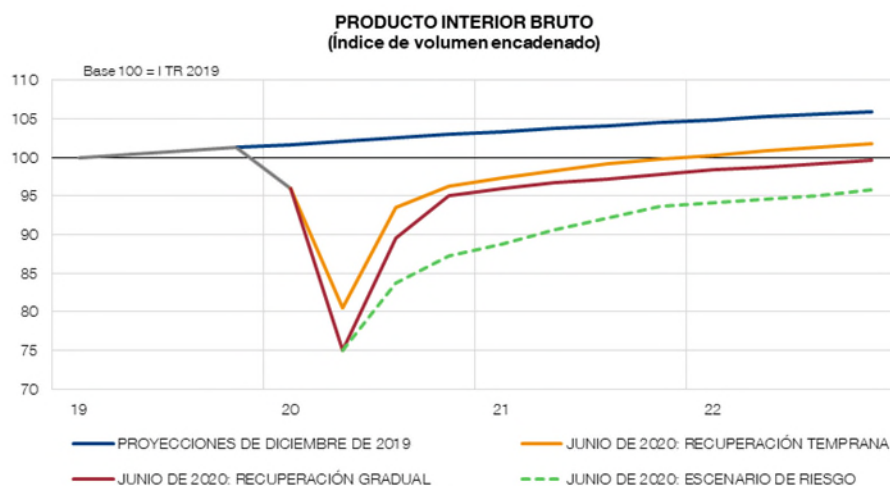
Es para mí un honor y un placer participar una vez más en este curso de verano organizado por la Asociación de Periodistas de Información Económica.

Es evidente que el impacto y el alcance de la pandemia sobre la economía mundial están siendo muy profundos.

En el caso español, si el PIB disminuyó un 5,2 % en el primer trimestre del año, en el segundo —en el que se concentraron las restricciones vinculadas al estado de alarma— experimentó una caída del 18,5 % en relación con el trimestre previo; descensos que suponen la mayor contracción de la actividad económica de nuestra historia reciente.

A lo largo del pasado trimestre, y en el transcurso del actual, se ha podido observar un perfil de mejoría. Sin embargo, esta recuperación es incompleta y está siendo desigual por sectores y agentes. Además, está sometida a un elevado grado de incertidumbre, derivada de las dudas sobre la propia evolución de la pandemia, como muestran los nuevos brotes que se están produciendo. Como resultado, parece claro que algunos de los efectos de la pandemia serán persistentes.

ESCENARIOS MACRO BDE: CAÍDA MUY INTENSA DEL PIB EN 2020, CON RECUPERACIÓN INCOMPLETA EN LA SEGUNDA PARTE DEL AÑO



Fuentes: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

En este contexto, el Banco de España ha venido publicando sus ejercicios regulares de previsión a partir de la definición de diferentes escenarios¹, cuya siguiente actualización se publicará a mediados de este mes. Estos escenarios responden a distintas hipótesis sobre,

¹ Véanse las [*Proyecciones macroeconómicas de la economía española \(2020-2022\): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de junio de 2020*](#).

entre otros factores, la evolución de la pandemia, que sigue sometida a un grado de incertidumbre muy elevado. En todo caso, la contracción del PIB de la economía española en el conjunto de este año será muy sustancial, sin precedentes históricos recientes. La recuperación que se ha iniciado en los últimos meses debería dar paso a cifras de crecimiento de la actividad relativamente elevadas, tras la hibernación inducida por el confinamiento, pero todavía se necesitan unos cuantos trimestres de crecimiento robusto para recobrar el nivel de PIB anterior a la pandemia.

Es evidente que el fuerte deterioro macroeconómico causado por la pandemia ha incrementado sustancialmente los riesgos para la estabilidad financiera global. La contundente respuesta de política económica —de las autoridades monetarias, fiscales y supervisoras—, así como el efecto de la profunda reforma financiera internacional implementada en la última década, están ayudando a mitigar y gestionar estos riesgos. De hecho, hasta el momento el sistema financiero está actuando como factor mitigador, y no amplificador, del impacto de esta crisis.

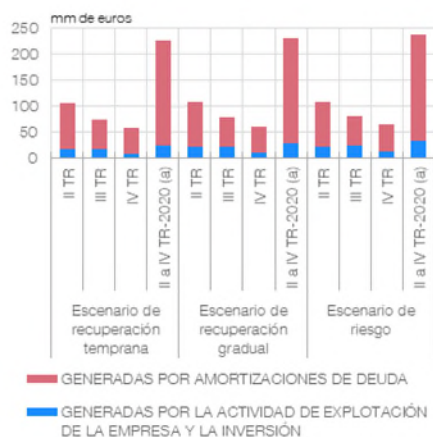
Pero esto no nos debe llevar a la complacencia, pues la magnitud de la perturbación es muy elevada, y su duración, incierta. En este contexto, las autoridades económicas y supervisoras debemos extremar el seguimiento de los riesgos para la estabilidad financiera; seguir adoptando medidas para mitigarlos y, por supuesto, hemos de estar preparados para actuar de manera contundente si estos llegaran a materializarse. Durante mi intervención de hoy repasaré la evolución reciente de los principales riesgos en este ámbito a partir del análisis del efecto de la crisis sobre los distintos agentes de la economía —empresas no financieras, hogares, sectores inmobiliario y financiero, y Administraciones Públicas (AAPP)— y las medidas de política económica más adecuadas para afrontarlos.

El impacto de la crisis sobre la situación financiera de las empresas

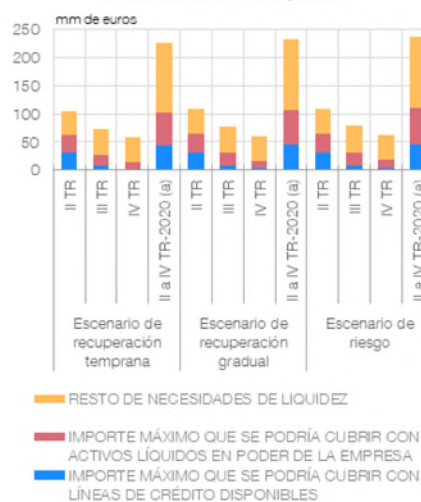
Las empresas españolas afrontaban esta perturbación con una posición financiera más favorable que antes de la crisis financiera global. En concreto, habían reducido sustancialmente sus niveles de endeudamiento en los últimos años, que se situaban a finales de 2019 por debajo de la media europea, y contaban con colchones de liquidez más elevados. Además, la distribución sectorial de la actividad era más equilibrada que en la situación previa a la anterior crisis.

ELEVADO VOLUMEN ESTIMADO DE LAS NECESIDADES DE LIQUIDEZ DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS

IMPORTE DE LAS NECESIDADES DE LIQUIDEZ



CAPACIDAD DE COBERTURA DE LAS NECESIDADES DE LIQUIDEZ



Fuente: Banco de España

a. Necesidades netas acumuladas de los tres trimestres del año.

BANCO DE ESPAÑA

Sin embargo, a pesar de la mejor situación en conjunto, al inicio de esta crisis persistían algunos segmentos del sector corporativo español en una posición vulnerable. Además, la magnitud del *shock* generado por la pandemia está siendo muy significativa y persistente, lo que ha provocado una reducción brusca de los ingresos de buena parte de las empresas.

Desde el punto de vista de la estabilidad financiera, el riesgo es que esta caída de los ingresos genere problemas de liquidez que dificulten hacer frente a sus compromisos de pago derivados de obligaciones financieras (amortizaciones de deuda y pagos de intereses) o de gastos corrientes (como suministros, alquileres o costes de personal). Para aquellas empresas más afectadas por la crisis o que presentaban una situación inicial más vulnerable, las tensiones de liquidez pueden derivar eventualmente incluso en problemas de solvencia, bien porque la captación de nuevos pasivos puede resultar más compleja, bien porque el aumento del endeudamiento podría llegar a ser insostenible, en un contexto, además, de perspectivas de evolución débil de la demanda.

Los datos más recientes de la Central de Balances proporcionan una idea de la gravedad de esta perturbación sobre la liquidez de las empresas, con un fuerte impacto negativo en los beneficios y la rentabilidad de estos agentes ya en el primer trimestre del año, a pesar de que las intensas contracciones de la actividad y de los ingresos de explotación asociadas a la declaración del estado de alarma solamente afectaron a las dos últimas semanas de ese período. La reducción de la rentabilidad del activo del conjunto de la muestra fue tan significativa que hizo que esa magnitud llegara a situarse por debajo del coste de financiación, lo que no sucedía desde 2014.

Las empresas, para cubrir sus necesidades de liquidez en ausencia de ingresos o con una gran disminución de estos, cuentan con varias opciones, no necesariamente excluyentes. En primer lugar, pueden llevar a cabo un ajuste de sus gastos. En segundo lugar, pueden utilizar los activos líquidos acumulados en el pasado. Pueden también hacer uso de la parte disponible de las líneas de crédito que tienen contratadas con las entidades financieras, así como recurrir a nueva financiación externa, como nuevos préstamos bancarios o emisiones de deuda, a desinversiones o a nuevas aportaciones de capital de los socios.

Esta enumeración de las fuentes de liquidez de las empresas revela el importante papel que desempeñan las medidas de política económica para paliar los efectos de la crisis sobre el tejido empresarial.

A escala europea, la respuesta contundente de la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) ha resultado fundamental para facilitar la financiación de todas las empresas europeas en este contexto de elevada incertidumbre, evitando problemas de fragmentación financiera como los que se produjeron a raíz de la anterior crisis. Más allá de la aprobación de un nuevo programa muy voluminoso de compra de activos, esta respuesta ha incluido la provisión de liquidez a las entidades financieras con condiciones muy favorables en el caso de que alcancen determinados objetivos de concesión de crédito a actividades productivas.

A escala nacional, por su parte, han resultado también cruciales los programas de avales públicos para los créditos a las empresas gestionados por el Instituto de Crédito Oficial (ICO)², que han reducido el riesgo que asumen las entidades al prestar en esta situación tan incierta, así como las medidas de flexibilización de los expedientes de regulación temporal del empleo (ERTE) o el aplazamiento en el pago de algunas obligaciones tributarias, entre otras medidas.

En todo caso, dada la magnitud de la perturbación, y aun teniendo en cuenta las medidas de política económica que afectan más directamente a las sociedades no financieras (como los ERTE y los aplazamientos de cargas tributarias), distintos ejercicios de simulación realizados por el Banco de España³ sugieren que el porcentaje de empresas con necesidades de liquidez en el período que cubren el segundo y el cuarto trimestre de este año aumentaría como resultado de la pandemia casi 10 puntos porcentuales (pp), hasta situarse en el 70 %. Por tamaño, los porcentajes de empresas con necesidades de liquidez son más elevados entre las grandes empresas y, por sectores, en actividades relacionadas con el ocio y el turismo. Casi el 90 % de estas necesidades derivarían del vencimiento de obligaciones financieras pasadas, y cerca del 50 % podrían ser cubiertas utilizando los activos líquidos y el importe no dispuesto de las líneas de crédito con que contaban antes de la crisis.

La información sobre el crédito bancario evidencia que las empresas estarían recurriendo a esta fuente de financiación para cubrir una parte destacada de estas necesidades de liquidez. Concretamente, el saldo de financiación bancaria concedido a las empresas no

² Línea ICO Avales Covid-19, aprobada por el Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo.

³ Véase Banco de España (2020), *Informe Anual 2019*, [recuadro 4.3, “Evolución de la financiación bancaria para actividades productivas en el contexto de la crisis del Covid-19”](#), y R. Blanco, S. Mayordomo, Á. Menéndez y M. Mulino (2020), [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.

financieras españolas ha pasado de contraerse un 1,1 % —en términos interanuales— en febrero a expandirse un 7,2 % en julio.

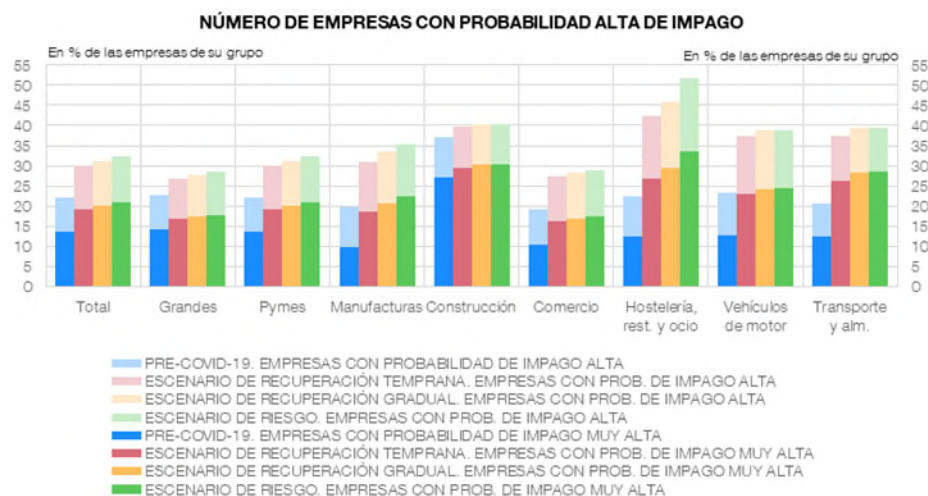
Los análisis del Banco de España apuntan a que la línea de avales del ICO estaría facilitando, en particular, la financiación tanto de las empresas con mayores dificultades en su acceso al crédito como de las de menor dimensión, que se caracterizan por haberse visto, en general, más afectadas por el impacto de la crisis sanitaria y por presentar un perfil de mayor riesgo. Gracias a la línea de avales, las pymes se han podido financiar durante los últimos meses en condiciones más favorables en términos del tipo de interés, del volumen del crédito y, sobre todo, del plazo de la operación, que se ha situado, en términos medios, cerca de los cinco años. Con los últimos datos disponibles, este programa ha avalado casi 75.000 millones de euros (de los 100.000 millones inicialmente contemplados) en préstamos a más de medio millón de empresas, que representan una financiación total de casi 99.000 millones de euros.

El papel del crédito a las empresas en la actual crisis está siendo, por tanto, de suma importancia, ya que está contribuyendo a reducir el riesgo de que se produzcan quiebras de empresas viables, pero que se enfrentan a problemas transitorios de liquidez, con las implicaciones negativas que esto tendría en términos de destrucción de empleo y de tejido productivo, y, en definitiva, para el vigor y la velocidad del proceso de recuperación económica.

De cara a los próximos meses, se estima que, a través del programa global de avales públicos, que asciende a 140.000 millones de euros tras la última ampliación, podría cubrirse en torno al 75 % de las necesidades de financiación mencionadas. El importe restante tendría que financiarse con la disposición de los activos líquidos de las propias compañías, con el uso del volumen no dispuesto de las líneas de crédito concedidas o con el recurso a nueva deuda sin avalar.

En este sentido, los resultados de la última Encuesta sobre Préstamos Bancarios, correspondientes al segundo trimestre, anticipan la posibilidad de un endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito a las empresas europeas durante el tercer trimestre de este año. Una eventual confirmación de estos indicios podría aconsejar que, más allá de la necesidad de que la política monetaria mantenga un tono muy acomodaticio durante un período prolongado y de la extensión de manera selectiva a escala nacional de determinadas medidas de apoyo a los ERTE, las relativas a la financiación de las empresas fueran ampliadas, al objeto de sostener la recuperación. En cualquier caso, en esta segunda fase de la respuesta de política económica los mecanismos de apoyo al crédito deben focalizarse en primar el acceso a estos recursos de las empresas con perspectivas sólidas de viabilidad, de cara a facilitar el necesario proceso de reasignación de los recursos productivos entre empresas y sectores.

AUMENTO DEL NÚMERO DE EMPRESAS NO FINANCIERAS CON UNA PROBABILIDAD ELEVADA DE IMPAGO DE LA DEUDA



Fuente: Banco de España

BANCO DE ESPAÑA

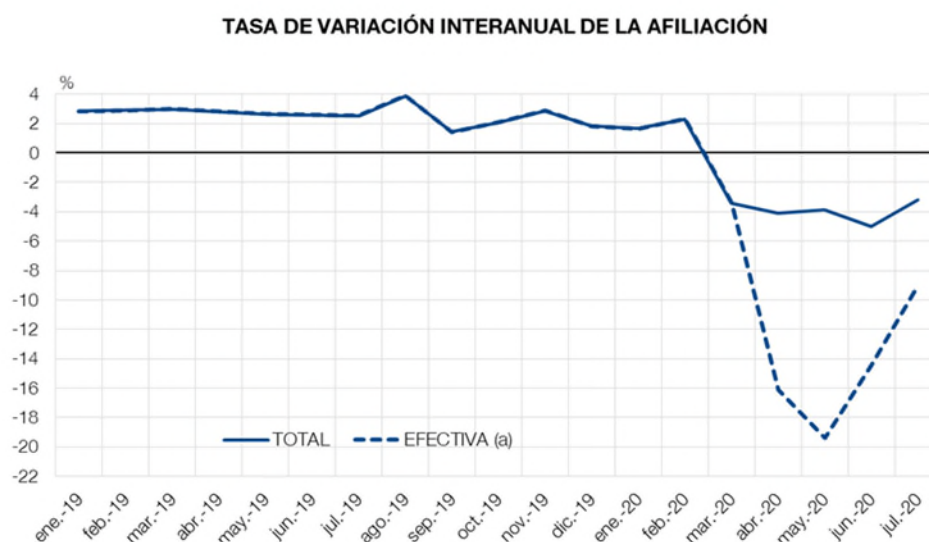
Por otro lado, hay que reconocer que, como consecuencia del Covid-19, aumentará de forma significativa el número de empresas con una situación financiera vulnerable. Los análisis del Banco de España muestran que este repunte será más intenso dentro del segmento de las pymes y entre las empresas que desarrollan su actividad en los sectores más expuestos al Covid-19.

Un primer aspecto que debe tenerse en cuenta para valorar el impacto de la crisis del Covid-19 sobre la solvencia del sector corporativo es el descenso que se producirá en la rentabilidad del activo de las empresas. De acuerdo con las estimaciones disponibles, la mediana de este indicador para el conjunto del sector corporativo pasaría de un 3 % en la situación pre-Covid-19 a un valor prácticamente nulo en 2020, en cualquiera de los escenarios macroeconómicos considerados por el Banco de España.

En las compañías de mayor tamaño, las caídas de rentabilidad serían, en general, algo menos acusadas. En todo caso, el déficit generado en muchas empresas por la actividad de explotación provocaría un empeoramiento de su situación patrimonial, que se traduciría tanto en unos menores fondos propios como en un aumento del endeudamiento para financiar dichas necesidades de liquidez. Así, en el escenario de recuperación temprana mencionado, un 55 % de las empresas (con un peso, en términos de empleo, del 51 %) experimentarían en 2020 un deterioro de su situación patrimonial, mientras que, si se contempla el escenario más adverso, esta proporción se elevaría hasta el 58 %. No obstante, aun a pesar de este fuerte impacto negativo, alrededor de un 40 % de las compañías podrían seguir generando superávits de explotación y realizar nuevas inversiones sin experimentar un deterioro de su posición patrimonial.

En resumen, es altamente probable que un número importante de empresas salgan de esta crisis con unos niveles mayores de endeudamiento y con unas perspectivas de demanda más reducidas, al menos durante un tiempo. En este sentido, resulta necesario revisar los procesos de reestructuración, insolvencia y alivio de la carga financiera de las empresas, con el objetivo de establecer procedimientos administrativos preventivos, ágiles y simplificados que les permitan continuar con su actividad empresarial cuando aún son viables. La rapidez en la resolución de estas situaciones resulta esencial para minimizar las pérdidas sociales derivadas del quebranto del valor de los activos por la dilación de los procesos, en particular en un contexto en el que la respuesta de política económica a corto plazo hace que, previsiblemente, la cantidad de pasivos que las empresas en dificultades tengan frente a las AAPP sea muy superior a la de períodos anteriores de crisis. Establecer unos procedimientos e incentivos más adecuados permitiría también evitar niveles subóptimos de liquidación de empresas y de destrucción de tejido productivo que lastren el potencial de recuperación y crecimiento de la economía a largo plazo.

TRAS LA SIGNIFICATIVA CAÍDA INICIAL, LA AFILIACIÓN “EFECTIVA” A LA SEGURIDAD SOCIAL HABRÍA MODERADO SU CAÍDA INTERANUAL EN JUNIO Y JULIO



Fuentes: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones y Banco de España.
(a) Afiliación efectiva definida como la afiliación total menos el número de trabajadores afectados por ERTE.

BANCO DE ESPAÑA

El impacto sobre la situación financiera de los hogares

Como en el caso de las empresas, tras la pasada crisis financiera global la situación patrimonial de los hogares mejoró de manera significativa, al tiempo que las condiciones de concesión de los préstamos hipotecarios han sido mucho más prudentes, si bien el crédito para consumo ha venido creciendo a tasas elevadas en los últimos años y persistían grupos de hogares en situación de vulnerabilidad.

En todo caso, el impacto de la crisis en los hogares también está siendo significativo, reduciendo los ingresos laborales de todas aquellas personas que han perdido su puesto

de trabajo o que han quedado encuadradas en ERTE, así como su riqueza, dado el ajuste que se ha producido en la valoración de buena parte de los activos financieros. Así, si se considera la serie de afiliados a la Seguridad Social una vez que se descuentan los trabajadores en situación de ERTE, lo que se podría denominar “afiliación efectiva”, esta habría llegado a mostrar un descenso interanual del 22 % a finales de abril, con disminuciones mucho más acusadas en algunas de las ramas de servicios más afectadas por las restricciones a la movilidad asociadas al estado de alarma, como la hostelería. A finales de julio, la afiliación efectiva había moderado su caída interanual, de modo que el nivel de afiliados efectivos era un 9 % menor que el observado un año antes.

Desde el punto de vista de la estabilidad financiera, la evidencia disponible⁴ muestra que las variables con mayor contenido informativo a la hora de explicar la probabilidad de impago de los hogares son la entrada en situación de desempleo y la caída de la renta del hogar. Esta misma evidencia muestra que, como consecuencia del shock introducido por el coronavirus, es esperable que los impagos en crédito al consumo se produzcan en una fase más temprana que en el crédito hipotecario para los hogares, y que el deterioro de rentas y empleo afecte adversamente al conjunto del crédito hipotecario con un cierto desfase.

Por otra parte, también resulta muy relevante la heterogeneidad en la situación financiera de los hogares más afectados por la pandemia. Si se utiliza la Encuesta Financiera de las Familias del Banco de España⁵, se encuentra que las industrias más golpeadas por la pandemia empleaban proporcionalmente a más jóvenes y mujeres que los demás sectores, y en mayor porcentaje a trabajadores con salarios bajos. Estos salarios más reducidos se verían parcialmente compensados por el hecho de que los empleados afectados convivían con otros miembros del hogar con rentas más elevadas. Por lo que se refiere a su patrimonio, un 28% de los trabajadores de las industrias sociales vivían en 2017 en hogares cuyos activos financieros representaban menos de un mes de renta, y alrededor de un 8% tenían deudas bancarias cuyos pagos excedían el 40% de la renta bruta del hogar. Por tanto, la renta laboral y la situación patrimonial de los hogares de los trabajadores de las industrias sociales eran en 2017 más frágiles que la de los ocupados de las industrias regulares.

Sin embargo, al igual que en el caso de las empresas, el papel de las políticas económicas ha sido también crucial en este sector institucional para mitigar los efectos económicos adversos de la pandemia. En concreto, más allá del sostenimiento de las rentas de los hogares derivado de los ERTE, se han reforzado las prestaciones por desempleo, se han asegurado los suministros básicos, incluido el apoyo al pago de alquileres, se han aprobado medidas de apoyo a los autónomos que han visto reducidos sus ingresos de manera drástica y, más recientemente, se ha diseñado un esquema de ingreso mínimo vital, que se encuentra en fase de implantación.

Además, se han arbitrado diversas medidas específicas para impedir que los hogares en dificultades incumplan sus obligaciones financieras, como las moratorias legales y sectoriales de los préstamos de personas físicas tanto con garantía hipotecaria como sin

⁴ Véase Banco de España (2020), Informe de Estabilidad Financiera de primavera, recuadro 1.2, “Encadenamiento de impagos en los créditos a los hogares”.

⁵ Véase P. Alvargonzález, M. Pidkuyko y E. Villanueva (2020), “La situación financiera de los trabajadores afectados por la pandemia: un análisis con la Encuesta Financiera de las Familias”, Artículos Analíticos, Boletín Económico del Banco de España, 3/2020.

ella. Estas moratorias permiten a los individuos que cumplan determinadas características retrasar la devolución de sus préstamos durante un cierto tiempo, que oscila entre tres meses y un año.

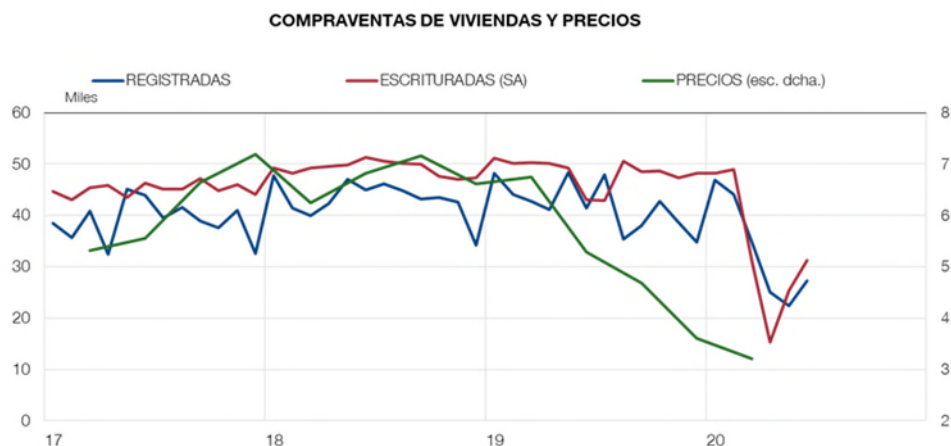
En la actualidad se han concedido más de 1,3 millones de moratorias, que representan un saldo de crédito suspendido de casi 45.000 millones de euros, casi un 7 % del volumen total de esta cartera. La concesión de moratorias se concentra en las regiones que más se han visto afectadas por la crisis, los menores de 30 años y los mayores de 55 años, los trabajadores autónomos y los préstamos que en el momento de materializarse presentaban unas condiciones de concesión más laxas. También cabe destacar que la incidencia es mayor en los bancos en los que el crédito había crecido más en los años inmediatamente anteriores a la irrupción de la pandemia.

De cara al futuro, la evolución del empleo y su distribución entre los hogares en los próximos trimestres resultará crucial de cara a la materialización de los riesgos para la estabilidad financiera derivados de este sector. El impacto final dependerá también de la eficacia y continuidad de las medidas de sostenimiento de renta de los hogares aplicadas.

El mercado inmobiliario

Permítanme describir brevemente a continuación la evolución reciente del mercado de la vivienda en el contexto de la crisis derivada de la pandemia.

TRAS LA FUERTE CAÍDA INICIAL, LAS COMPRAVENTAS DE VIVIENDA SE HAN RECUPERADO PARCIALMENTE. LA DESACELERACIÓN DE LOS PRECIOS CONTINÚA



Fuentes: CIEN e INE. Último dato observado: compraventas (junio), precios (I trimestre).

BANCO DE ESPAÑA

Tras un ajuste muy significativo de la inversión en vivienda después de la crisis iniciada en 2008, que ha conllevado un descenso de su peso en el PIB hasta niveles cercanos al 5 % en 2019, en línea con los países de nuestro entorno, frente al 12 % de antes de la crisis

financiera internacional, la posición de partida de este sector era indudablemente menos vulnerable. La reducción de la actividad inversora en vivienda se produjo, además, en paralelo a una disminución de los precios de compraventa, que, a pesar de los crecimientos observados en los últimos años, se mantenían —en términos reales— a finales de 2019 un 29 % por debajo de los observados en la media de 2007 en el conjunto del país, aunque con una cierta dispersión entre regiones, y los indicadores de sobrevaloración de los precios de la vivienda mostraban niveles muy cercanos al equilibrio⁶. 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, y que los préstamos hipotecarios que sobrevivieron a la crisis financiera internacional tienen unas condiciones de financiación que, en general, se pueden calificar de prudentes y se encuentran más próximos a su vencimiento. Todo ello posiciona este sector en una mejor situación para afrontar la crisis actual.

En todo caso, este sector también está acusando, inevitablemente, el impacto de la crisis sanitaria. Ya con anterioridad a esta perturbación el mercado de la vivienda había entrado en una fase de desaceleración gradual, tanto en términos de actividad y transacciones como de precios, después de la notable expansión de los años previos, una vez superados los efectos adversos de la crisis financiera. Este panorama se vio muy afectado por la declaración del estado de alarma a causa de la crisis del Covid-19, con un desplome de las transacciones particularmente abrupto entre la segunda quincena de marzo y el mes de abril. En los meses posteriores se habría producido una recuperación gradual, aún de carácter incompleto, una vez levantadas las restricciones a la movilidad y conforme se han normalizado progresivamente las condiciones que permiten que se desarrolle el proceso de compraventa de vivienda.

En efecto, el confinamiento de la población acarreó dificultades significativas para llevar a término algunas de las tareas asociadas al proceso de compraventa de viviendas. Esto se tradujo en un abrupto retroceso de las compraventas escrituradas una vez declarado el estado de alarma, que alcanzaron un mínimo en abril, cuando cayeron aproximadamente un 70 % interanual. En los meses posteriores se ha asistido a una mejoría, aunque en junio todavía experimentaban descensos de en torno al 20 % respecto al mismo período del año anterior.

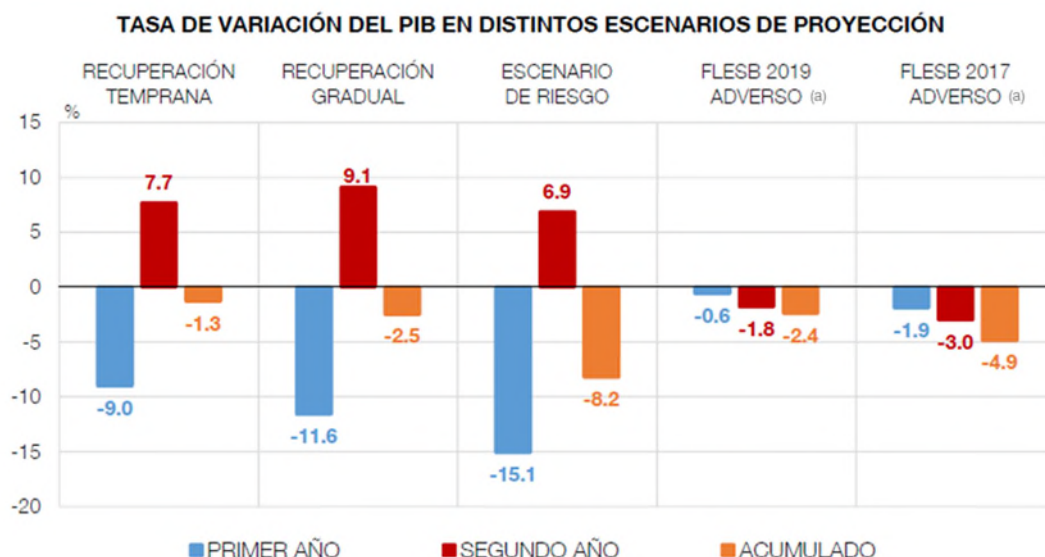
En este contexto, los precios de la vivienda habrían mantenido la senda de desaceleración gradual que iniciaron a finales de 2018, si bien, de acuerdo con los últimos datos disponibles, correspondientes a junio, todavía mostrarían tasas positivas de crecimiento.

Por otro lado, al igual que el conjunto de la economía, la inversión en vivienda experimentó en el segundo trimestre de 2020 una caída sin precedentes. De acuerdo con la estimación de avance de la Contabilidad Nacional Trimestral, este componente se redujo más de un 30 % en comparación con el mismo período de 2019, de modo que retrocedió hasta los niveles mínimos de la crisis anterior. Las tendencias de los indicadores anticiparían un repunte en el tercer trimestre, aunque se prevé que se mantenga por debajo del nivel previo a la pandemia, debido al notable deterioro de las perspectivas de los hogares.

⁶ Véase https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/20/presbe2020_49.pdf.

En un horizonte temporal más amplio, el grado final de reactivación del mercado de la vivienda una vez que finalice la crisis sanitaria dependerá de hasta qué punto los efectos económicos y financieros adversos sean más o menos persistentes.

IMPACTO DE LA CRISIS EN EL SECTOR BANCARIO: COMPARACIÓN CON LOS ESCENARIOS MACROECONÓMICOS UTILIZADOS EN EJERCICIOS DE ESTRÉS TEST PREVIOS



Fuente: Banco de España.

(a) FLESB (Forward Looking Exercise on Spanish Banks): pruebas de resistencia del Banco de España.

BANCO DE ESPAÑA

El impacto sobre el sector financiero

El sector bancario

Es evidente que la crisis generada por la pandemia ha intensificado los riesgos de crédito, de mercado y operacional a los que se enfrenta el sector bancario. También es evidente que las mejoras experimentadas por el sector bancario español en la calidad de su balance y en sus niveles de solvencia en la última década lo han colocado en una mejor situación para absorber esta crisis y para seguir facilitando la financiación que la economía precisaba. Y los riesgos para la estabilidad financiera del sector se han visto mitigados por las distintas medidas de política económica adoptadas.

De hecho, una característica diferenciadora de esta crisis, frente a otros episodios del pasado, ha sido, como he señalado con anterioridad, la evolución del crédito. A escala agregada, el volumen de crédito nuevo y el saldo vivo de financiación concedido por entidades de depósito a la economía real han aumentado, lo que supone un destacable cambio de tendencia con respecto a la evolución del crédito bancario en España desde la pasada crisis financiera.

Con datos hasta el 30 de julio de este año, el crédito bancario a empresas no financieras y a familias del total de entidades de crédito presentaba una tasa de crecimiento interanual

del 2,4 %, frente al descenso del 0,3 % registrado hasta febrero de este mismo año. Este cambio de tendencia es atribuible en gran medida al crédito a empresas no financieras, que, como ya he apuntado antes, se ha acelerado sustancialmente tras la pandemia.

Buena parte de la financiación obtenida por las empresas se ha destinado a reforzar sus colchones de liquidez para atender sus necesidades futuras de financiación. De hecho, los depósitos bancarios de las empresas han pasado de crecer a tasas algo inferiores al 4 % en febrero al 13 % en el mes de junio. Por el contrario, el crédito concedido a familias se redujo en junio a tasas del 1,8 %, frente al práctico estancamiento del mes de febrero. El crédito destinado a la compra de vivienda registró una caída interanual del 2,7 %, casi un punto más que en el mes de febrero. Por su parte, el crédito para consumo, que crecía en febrero a tasas interanuales del 15 %, llegó a caer a tasas del 2,5 % en el mes de mayo. En junio volvió a crecer (2,3 %), debido, sobre todo, a la utilización de los saldos disponibles en las líneas de crédito, ya que las nuevas operaciones mantuvieron su trayectoria descendente.

Sin embargo, en los próximos meses asistiremos inevitablemente a un deterioro de la calidad del crédito en los balances de los bancos, como consecuencia de la fuerte contracción de los ingresos de las sociedades no financieras y los hogares durante los últimos meses. De hecho, cabe esperar que estos deterioros se concentren en el momento en que finalicen las moratorias o cuando venza la carencia de los préstamos avalados.

El volumen de morosos del sector privado no financiero continuó cayendo a tasas interanuales del 11 % en el mes de junio; sin embargo, esto representa una moderación de 8 pp respecto al ritmo de recorte del mes de febrero. De hecho, entre marzo y junio de este año los préstamos dudosos de los bancos en sus negocios en España han aumentado un 2 %, sin que se aprecien grandes diferencias entre empresas y hogares. A pesar del tradicional desfase con que se suele producir el aumento de la mora en las recesiones, este incremento resulta muy contenido cuando se tiene en cuenta la magnitud de la caída del PIB. Sin duda, las medidas implementadas, en particular los programas de avales en el caso de las empresas y las moratorias en el caso de las personas físicas, están reduciendo significativamente las entradas inmediatas de nuevos morosos. El flujo de salidas de morosos, que era lo que en los últimos años estaba permitiendo reducir significativamente la tasa de mora, también se ha reducido, debido a la menor actividad en el mercado de activos dañados.

De cara al futuro, existe una notable incertidumbre sobre el aumento de la tasa de morosidad que se puede producir, dado que nos encontramos ante una crisis de una magnitud sin precedentes y más profunda que la contemplada en los escenarios macroeconómicos adversos que se venían manejando en las pruebas de resistencia del sistema financiero llevadas a cabo en los últimos años. También el perfil temporal es muy diferente, ya que, en este episodio, de confirmarse las previsiones macroeconómicas actuales, el ajuste del PIB se concentraría en el primer año de la perturbación (2020), antes de dar paso a una recuperación de intensidad todavía incierta. Asimismo, el impacto dependerá del tamaño y la extensión temporal de las medidas adoptadas, que condicionarán su efectividad.

En todo caso, cabe esperar que el aumento de la morosidad sea más elevado en las empresas de menor tamaño y que operan en los sectores de mayor interacción social; y,

en el caso de los hogares, en las exposiciones no garantizadas con hipotecas. En este sentido, las entidades ya están anticipando parte de las provisiones que podrían tener que realizar en el futuro.

Por otra parte, tras las anteriores consideraciones sobre la situación agregada del sistema se esconde una elevada heterogeneidad. Ello se debe, principalmente, a que las posiciones de partida, en términos de recursos propios y calidad crediticia, son ya de por sí divergentes entre las distintas entidades. En el mismo sentido, en el caso de los hogares y las empresas no financieras también persisten algunos segmentos en situación de elevada fragilidad financiera. Por ejemplo, en el caso de las empresas, las de menor tamaño presentan una mayor vulnerabilidad a un escenario de caída de los ingresos. Pero, además, en una crisis, como la actual, en la que —como he apuntado— la pandemia está afectando de un modo diferente a distintas regiones y sectores de actividad, cabe esperar que el deterioro de la solvencia de las entidades dependa de su grado de exposición a estos.

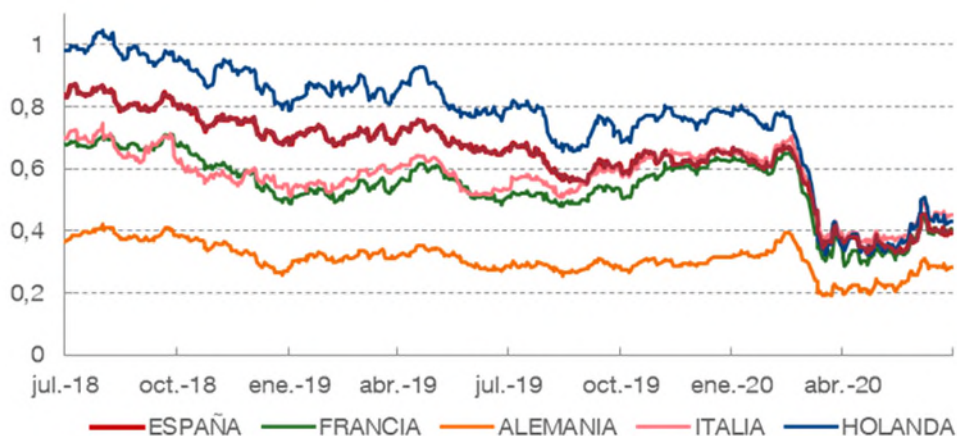
Como en el caso de los hogares y las empresas no financieras, las medidas de apoyo público implementadas en los últimos meses ayudarán a mitigar los efectos sobre la estabilidad financiera. En particular, tanto el programa de avales público como las distintas medidas adoptadas por el BCE contribuirán a suavizar el impacto sobre la solvencia de las entidades. Por su parte, las limitaciones en el pago de dividendos de las entidades también suponen una contribución significativa a este objetivo. Y, por último, las moratorias resultarán útiles para moderar y distribuir en el tiempo las entradas en morosidad.

En todo caso, el impacto de la crisis del Covid-19 se está manifestando ya de manera patente en la rentabilidad de las entidades financieras. Los márgenes de generación de beneficios de los bancos, ya de por sí mermados en los últimos años —de hecho, la rentabilidad se situaba por debajo del coste de capital en los principales sistemas bancarios europeos—, se han visto presionados aún más con la irrupción del Covid-19 y la necesidad de dotar un creciente volumen de provisiones para hacer frente a la evolución adversa del negocio.

En concreto, los datos del primer semestre de 2020 mostraron que las entidades cotizadas españolas presentaron unas pérdidas netas consolidadas de 10.500 millones de euros, frente a unas ganancias de un orden de magnitud similar en el mismo período de 2019. El aumento de las provisiones y, especialmente, el ajuste no recurrente del fondo de comercio, ambos como consecuencia del deterioro esperado en las condiciones económicas por la pandemia, fueron los principales determinantes de este descenso de los beneficios. Las pérdidas se concentraron en las dos entidades con mayor presencia internacional, pero en el resto los beneficios se redujeron en dos tercios. De todas formas, el negocio recurrente de las entidades solo se está viendo afectado de forma modesta hasta la fecha y se está compensando, en parte, por un ajuste de los gastos operativos, por lo que las entidades siguen presentando ganancias de eficiencia.

ACUSADA CAÍDA DE LA RATIO PRICE-TO-BOOK DE LAS ENTIDADES BANCARIAS EUROPEAS Y APRECIABLE CONVERGENCIA ENTRE PAÍSES

RATIO PTB DE LOS PRINCIPALES BANCOS COTIZADOS DE LA ZONA DEL EURO



Fuente: Elaboración propia a partir de Datastream.

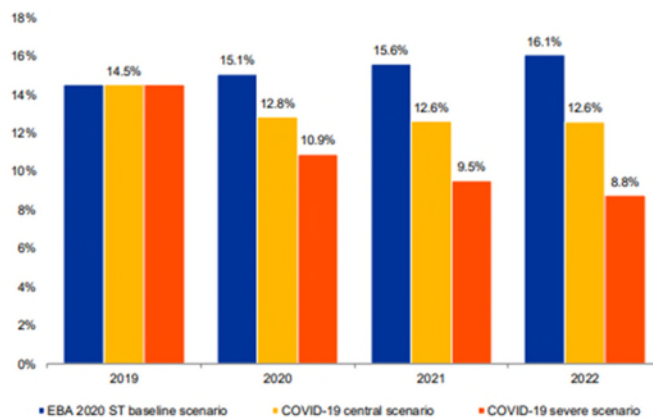
BANCO DE ESPAÑA

Como resultado, la evolución de la ratio precio-valor contable [*Price-to-Book* (PTB)] —que compara la capitalización bursátil de los bancos cotizados con su valor contable en libros— mostró en España, al igual que en el resto de los países europeos, una marcada contracción en marzo, al descender hasta niveles en el entorno de 0,4, aunque posteriormente se recuperó en alguna medida.

RESULTADOS DEL ANÁLISIS DE VULNERABILIDAD DEL BCE

A PROJECTED CET1 RATIO OF 12.6% IS REACHED IN THE CENTRAL SCENARIO IN 2022

PROJECTED EVOLUTION OF CET1 RATIO (TR)



Note: Average CET1R (TR) is calculated by weighting bank level data by total risk exposure amount as of 2019 actual.

Fuente: BCE.

BANCO DE ESPAÑA

Una manera de ilustrar los riesgos para la estabilidad financiera de un episodio como el que estamos viviendo es a través de ejercicios de simulación que permiten evaluar de forma prospectiva la capacidad de resistencia de las entidades ante escenarios macroeconómicos adversos. En este sentido, el BCE llevó a cabo un análisis de este tipo —denominado “de vulnerabilidad”, para subrayar sus limitaciones frente a las habituales pruebas de resistencia— con el objetivo de medir la capacidad de resistencia de los bancos europeos frente a las tensiones provocadas por el coronavirus. Los resultados publicados el pasado mes de julio muestran algunos de los riesgos señalados⁷. En concreto, de acuerdo con estos resultados, el sector bancario del área del euro se encuentra globalmente en posición de hacer frente a las implicaciones de la pandemia, si bien en los escenarios macroeconómicos más adversos la reducción de la solvencia de las entidades sería significativa. Además, los resultados de este ejercicio muestran la existencia de una heterogeneidad significativa entre entidades.

En concreto, según las estimaciones del BCE, en 2022 la ratio del capital CET1 de las entidades de crédito caería aproximadamente 1,9 pp en el escenario central⁸, hasta situarse en el 12,6 %, y 5,7 pp en el escenario adverso, hasta el 8,8 %. Los deterioros en las exposiciones crediticias y las pérdidas derivadas del riesgo de mercado serían los principales determinantes del consumo del capital.

En todo caso, dadas la incertidumbre y la complejidad de esta crisis, y a pesar del amplio abanico de medidas ya adoptadas, no se puede descartar la necesidad de profundizar en algunas de ellas o de afrontar nuevas medidas para evitar potenciales situaciones de inestabilidad financiera. Como ya he dicho en ocasiones anteriores⁹, creo que todos debemos compartir el objetivo de evitar que la crisis actual venga acompañada de un endurecimiento generalizado de las condiciones de financiación o que dañe gravemente nuestro sistema financiero. Por todo ello, las autoridades deberemos seguir ejerciendo una vigilancia estrecha para evitar los riesgos para la estabilidad financiera derivados de esta crisis, y hemos de estar dispuestos a dar una respuesta contundente, a escala europea, en caso de que estos se materialicen.

Por otra parte, de cara al futuro la baja rentabilidad de los bancos es uno de los principales retos que afrontan el sector bancario europeo y el español. Todo sugiere que el escenario de tipos de interés muy bajos o incluso negativos se va a extender aún más en el tiempo y, en este entorno, las entidades pueden encontrar crecientes dificultades para obtener rentabilidad sin incurrir en riesgos excesivos. Además, también tendrán que afrontar la competencia de potenciales competidores en el mercado de crédito. Estas empresas, no necesariamente financieras en su origen, que explotan de forma extensiva la información de sus clientes con las nuevas tecnologías, pueden alterar drásticamente el entorno en el que operan los bancos tradicionales.

⁷ [“El sector bancario de la zona del euro muestra capacidad de resistencia frente a las tensiones provocadas por el coronavirus, según un análisis del BCE”](#), nota de prensa del BCE del 28 de julio de 2020.

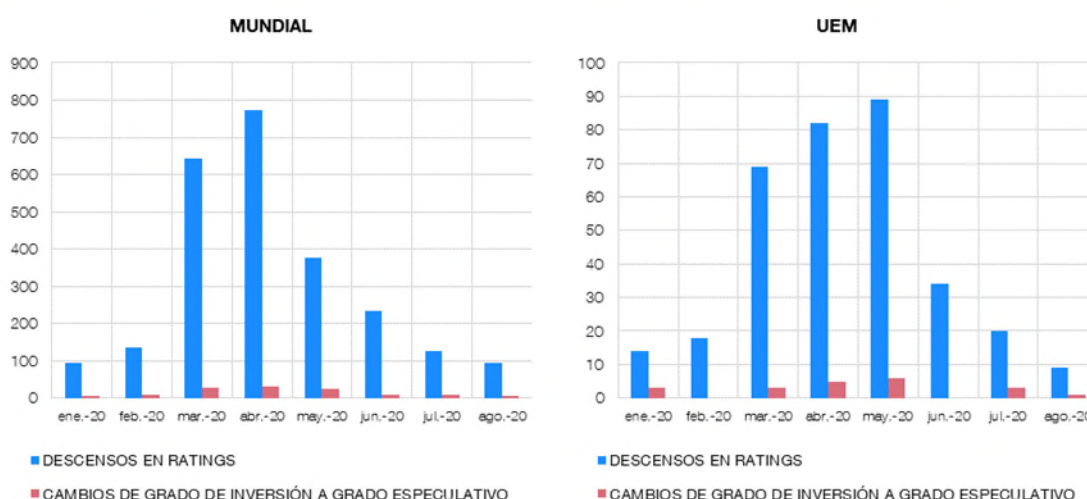
⁸ El escenario central de referencia contempla repuntes de los contagios en los próximos trimestres y la aplicación de las correspondientes medidas de contención hasta que se disponga de una solución médica; de acuerdo con estos supuestos, se prevé una caída del PIB real de la zona del euro del 8,7 % en 2020, y un rebote del 5,2 % en 2021 y del 3,3 % en 2022. En el escenario adverso, que contempla un fuerte repunte de los contagios y medidas de contención más estrictas, el PIB real caería un 12,6 % en 2020, y crecería un 3,3 % en 2021 y un 3,8 % en 2022.

⁹ Véase P. Hernández de Cos (2020). [Comparecencia ante la Comisión de Asuntos Económicos y Transformación Digital del Congreso de los Diputados, de 18 de mayo de 2020](#), y [Comparecencia ante la Comisión para la Reconstrucción Social y Económica de España tras el Covid-19 \(Congreso de los Diputados\), de 23 de junio de 2020](#)

La estrategia de las entidades ante estos retos debe pasar ineludiblemente por invertir intensamente en este tipo de tecnologías para poder sacar más provecho de sus datos. Esto, además, les permitirá reorientar su negocio crediticio hacia los segmentos que generan mayores márgenes, manteniendo dentro de unos rangos razonables el riesgo asumido. También deberán continuar haciendo esfuerzos para ganar eficiencia y aquí, de nuevo, tendrán que recurrir más intensamente a las nuevas tecnologías para seguir reduciendo los costes de su operativa. Además, existe margen para que se produzca alguna consolidación en el sector que contribuya a hacer que las entidades, y el sistema en su conjunto, sean más resistentes.

El sector financiero no bancario

INCREMENTO SIGNIFICATIVO INICIAL DE LAS REBAJAS EN LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, QUE SE HAN DESACELERADO EN LOS ÚLTIMOS MESES



Fuente: Thomson Reuters. Última observación: 26/08/2020

BANCO DE ESPAÑA

Más allá de su efecto sobre el sector bancario, esta crisis también está teniendo un fuerte impacto en la valoración de muchos activos financieros, así como en su volatilidad. En un primer momento, las bolsas experimentaron un fuerte ajuste y las volatilidades de la renta variable y fija mostraron un acusado aumento. Con posterioridad, tras la reacción de las políticas monetarias y fiscales globales, las bolsas comenzaron a recuperarse, y las volatilidades, a descender. De hecho, tanto en Estados Unidos como en el área del euro, algunos indicadores de valoración de los mercados, como la ratio de precios de las acciones sobre beneficios, han vuelto a alcanzar máximos históricos, lo que podría sugerir una cierta desconexión entre la rápida y significativa recuperación reciente de los mercados financieros frente a la evolución más moderada observada en los datos macroeconómicos y a las preocupaciones sobre la debilidad del sector corporativo.

En este sentido, si bien se ha producido en los meses recientes una desaceleración en el ritmo de rebajas en las calificaciones crediticias, tras el fuerte incremento experimentado

entre marzo y mayo, los diferenciales corporativos de deuda calificada como especulativa o *high yield* (esto es, *rating* externo inferior a BBB) vieron en junio interrumpida su mejoría tanto en Europa como en Estados Unidos, impidiendo así que alcancen de nuevo los niveles previos a la crisis, a diferencia de la deuda corporativa con grado de inversión (*rating* externo BBB o superior).

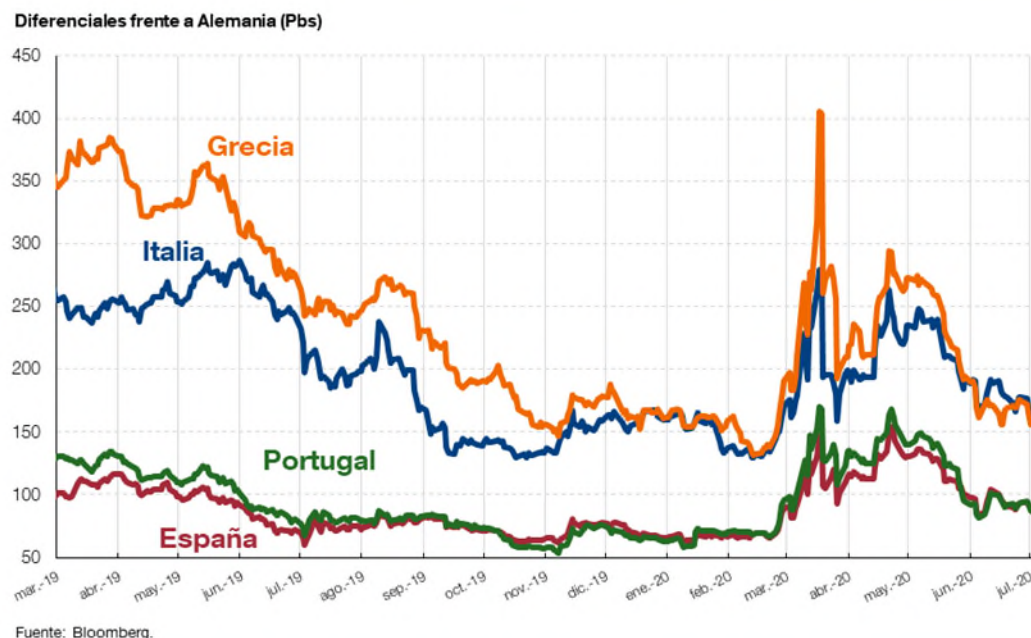
Este deterioro de la calidad crediticia empresarial es un factor adicional de vulnerabilidad para la estabilidad financiera. Las experiencias del pasado muestran que las rebajas generalizadas de *ratings* en el sector corporativo pueden generar efectos secundarios adversos que retroalimenten las crisis. El mecanismo es el siguiente: los fondos de inversión y de pensiones, así como otros tenedores institucionales de instrumentos de deuda emitidos por estas empresas, suelen incluir entre sus mandatos restricciones a la tenencia de activos que no tengan el grado de inversión. En consecuencia, si muchos de estos títulos pasaran a ser considerados de calidad crediticia baja (*high yield*), tendrían que ser vendidos por estos inversores en los mercados, induciendo una reducción adicional de su valor que haría que las pérdidas para todos los tenedores fueran aún mayores.

Un análisis reciente del ESRB ilustra la importancia de esta vulnerabilidad¹⁰. En concreto, se estima que en Europa casi la mitad de las tenencias actuales de bonos corporativos con calificación BBB están en posesión de fondos de inversión; alrededor de un tercio, en aseguradoras; casi una cuarta parte, en entidades de crédito, y el resto, en fondos de pensiones. Son precisamente los fondos de inversión y las aseguradoras los que aglutinan la mayor parte de las tenencias de deuda corporativa BBB, un tercio de la cual está asociada a sectores considerados como sensibles ante el Covid-19. Una rebaja masiva de los *ratings* de estas empresas que les hiciera perder la condición de grado de inversión implicaría unas importantes pérdidas potenciales para el conjunto del sistema financiero de la Unión Europea (UE), de las que una parte significativa correspondería a pérdidas indirectas atribuibles a las ventas forzosas que mencionaba anteriormente.

El papel que desempeñan las agencias de calificación en este proceso es fundamental. Por ello, estas entidades deben tener en cuenta en sus valoraciones las perspectivas de largo plazo de las empresas y evitar comportamientos excesivamente procíclicos. De hecho, en esta ocasión las agencias de calificación se han mostrado aparentemente más cautelosas que en la crisis financiera global y, hasta la fecha, no se han producido fenómenos comparables a los del pasado. En todo caso, los resultados de este ejercicio sirven para mostrar la relevancia sistémica de esta vulnerabilidad y la necesidad de estar preparados para dar una respuesta suficiente y coordinada a escala internacional dependiendo de cómo evolucione la pandemia globalmente.

¹⁰ [*A system-wide scenario analysis of large-scale corporate bond downgrades*](#), ESRB Technical Note, 23 de julio de 2020.

LOS DIFERENCIALES DE RIESGO SOBERANO EN LA UEM CONTINUÁN BENEFICIÁNDOSE DEL PROGRAMA DE COMPRAS



BANCO DE ESPAÑA

Durante la actual crisis, la activación de los estabilizadores automáticos fiscales asociados a la menor recaudación impositiva y el aumento de los gastos cíclicos —como, por ejemplo, las prestaciones por desempleo—, junto con el efecto de las medidas discrecionales adoptadas por las autoridades para mitigar el impacto de la crisis, están provocando un incremento muy significativo del déficit y el endeudamiento públicos en todos los países.

En paralelo, inicialmente se produjeron tensiones en los mercados de deuda pública europeos, que se materializaron en un fuerte repunte de los diferenciales de deuda soberana. Sin embargo, las decisiones del BCE y la reiteración por parte de su Consejo de Gobierno de nuestro compromiso de hacer lo que sea necesario para apoyar a todos los ciudadanos de la zona del euro en estos momentos extremadamente difíciles, asegurando que nuestra política monetaria se transmita a todos los sectores de la economía y a todos los países, han permitido aliviar estas tensiones. En el mismo sentido, también ha sido crucial la respuesta de la UE, que ha acordado la puesta a disposición de los Estados miembros de importantes recursos públicos con los que mitigar el impacto de la crisis y afrontar la reactivación económica.

En el caso español, la pandemia ha golpeado a la economía en un momento en el que las cuentas de las AAPP todavía mostraban algunos elementos de vulnerabilidad. En concreto, a pesar de exhibir un crecimiento robusto e ininterrumpido en los últimos años, el déficit estructural del sector público se situaba a finales de 2019 por encima del 3 % del PIB, y la ratio de deuda pública superaba el 95 % del PIB. Por su parte, de acuerdo con las proyecciones del Banco de España, en los próximos años el déficit público podría situarse por encima del 10 % en 2020, y la ratio de deuda pública sobre el PIB, alrededor del 120 %.

Tras el repunte inicial, las decisiones de política monetaria del BCE y europeas han permitido que la prima de riesgo se mantuviera en los últimos meses muy contenida. Sin embargo, de cara al futuro, hay que tener en cuenta que la persistencia en el tiempo de niveles elevados de deuda pública reduciría los márgenes de actuación contracíclicos de los que dispone la política fiscal para hacer frente a perturbaciones macroeconómicas adversas, podría llegar a lastrar la capacidad de crecimiento de la economía y, en todo caso, expondría a la economía española a una situación de vulnerabilidad crónica ante cambios en el sentimiento inversor de los mercados financieros.

Por todo ello, si bien en el corto plazo la respuesta a la crisis sanitaria debe acompañarse de medidas fiscales decididas para amortiguar su impacto, debe ponerse en marcha una estrategia global de crecimiento con un horizonte de medio plazo que incluya el diseño de un programa de consolidación fiscal, para su aplicación conforme vayan superándose los efectos más adversos de la crisis y se consolide la senda de recuperación.

Conclusiones

En resumen, la pandemia del Covid-19 está teniendo un impacto macroeconómico negativo sin precedentes que, a su vez, ha provocado un incremento de los riesgos para la estabilidad financiera. La acción de las autoridades económicas —fiscales, monetarias y supervisoras—, tanto nacionales como supranacionales, ha permitido moderar, aunque no disipar completamente, estos riesgos.

En la actualidad nos enfrentamos a una recuperación gradual que, en todo caso, está sujeta a una elevada incertidumbre, y que es todavía incompleta y heterogénea. La respuesta de política económica debe adaptarse a las necesidades específicas de esta nueva fase.

En concreto, en el Consejo de Gobierno del BCE hemos dejado claro que es necesario mantener un elevado grado de acomodación monetaria para apoyar la recuperación, evitar episodios de fragmentación financiera y salvaguardar nuestro objetivo de estabilidad de precios. En este sentido, estamos dispuestos a ajustar todos nuestros instrumentos si fuera necesario.

En el ámbito bancario, la crisis tendrá un impacto significativo sobre la calidad de la cartera crediticia de las entidades, de una magnitud que dependerá de su gravedad final, como ha puesto de manifiesto el ejercicio de vulnerabilidad publicado recientemente por el BCE, y que será heterogéneo por entidades, dependiendo de su situación de partida y de su exposición a los sectores y agentes más afectados por la crisis. En estas circunstancias, debemos evitar que la crisis dañe gravemente la estabilidad del sistema financiero, pues esto la haría más profunda y duradera. Para ello resulta preciso estrechar la vigilancia sobre los riesgos para la estabilidad financiera y estar preparados para dar una respuesta contundente, a escala europea, en caso de que se materialicen. Además, las entidades bancarias deben afrontar con decisión los retos de medio plazo, entre los que destaca su baja rentabilidad tanto a escala europea como nacional.

Por su parte, en el ámbito nacional, se deben extender y recalibrar periódicamente algunas de las medidas ya aplicadas, que, en este momento, tendrán que concentrarse en los colectivos de hogares y sectores más afectados, favoreciendo los ajustes estructurales necesarios y ajustándose al ritmo al que se produzca la recuperación. En el ámbito empresarial, muchas compañías saldrán de esta crisis con unos niveles de endeudamiento

más elevados, y eso puede lastrar la recuperación y ser una fuente de vulnerabilidad. Por eso resulta necesario poner en marcha estrategias que faciliten el saneamiento de su posición financiera. Uno de los principales retos es evitar que los recursos se queden anclados en empresas sin perspectivas de ser viables en el escenario que emerja tras la pandemia. En el mismo sentido, los recursos del fondo de recuperación europeo deben utilizarse para apoyar de forma sostenible la reestructuración y modernización del tejido productivo.

Por otra parte, la persistencia de un endeudamiento público elevado —como el que inevitablemente generará esta crisis— reduciría los márgenes de actuación para hacer frente a futuras perturbaciones adversas, expondría a la economía a una situación de vulnerabilidad crónica y lastraría su capacidad de crecimiento. Ante esta situación, debemos aceptar que la necesaria expansión fiscal en el corto plazo debe venir acompañada de una agenda de reformas ambiciosa que afronte los desafíos estructurales de nuestra economía y el diseño de un plan de saneamiento de las cuentas públicas, para su implementación una vez que se consolide la recuperación.

Se requerirán, sin duda, más análisis y experiencia para poder sacar todas las lecciones de esta crisis. Pero, en todo caso, debemos ser ya conscientes de la magnitud sin precedentes del reto colectivo al que nos enfrentamos como sociedad para restaurar una senda de prosperidad y oportunidades para todos. De ahí que, una vez más, abogue por alcanzar amplios acuerdos para afrontar la urgente, ambiciosa e integral estrategia de crecimiento que necesita nuestro país en este momento, a la que el sistema financiero puede y debe contribuir de manera significativa.

Muchas gracias por su atención.