

13.11.2020

La respuesta europea frente a la crisis del Covid-19

Inauguración de las Jornadas de la Fundación Internacional Olof Palme

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

¿Por qué una acción conjunta europea era/es necesaria?

Al igual que en el resto del mundo, el brote de Covid-19 ha desencadenado en el área del euro una crisis sanitaria y económica sin precedentes en la historia reciente. En este contexto, la respuesta de la política económica ha tenido que ser muy contundente para aliviar los efectos económicos en el corto plazo y evitar que esos efectos se conviertan en persistentes y afecten al crecimiento de medio y largo plazo.

El hecho de que la crisis sea global provoca también que la respuesta coordinada entre los distintos países sea más efectiva tanto en la lucha contra la pandemia como en la capacidad de facilitar la recuperación económica de todos. Esa necesidad de respuesta coordinada es especialmente obvia en lo que respecta a los Estados miembros de la Unión Europea (UE), dado que el grado de interrelación económica y financiera es muy elevado, y en particular, en el área del euro, por el hecho de compartir la misma moneda, lo que aumenta tanto los beneficios económicos de una acción conjunta como las consecuencias negativas de una eventual inacción.

Por otra parte, si bien la perturbación de la pandemia es global, esta crisis está afectando de manera diferenciada a la UE, lo refuerza las razones para actuar de forma conjunta a escala supranacional.

Existen varias dimensiones de heterogeneidad que son particularmente relevantes en este contexto. En primer lugar, la crisis asociada a la pandemia está provocando un impacto heterogéneo a nivel sectorial muy significativo. Por tanto, los países de la zona del euro en los que los sectores más afectados tienen un mayor peso –en particular, los relacionados con los servicios que requieren una mayor interacción social– se están viendo más castigados.

En segundo lugar, el aumento reciente de los niveles de deuda pública nacionales no tiene precedentes, y, aunque generalizado, está afectando con mayor intensidad a los países más golpeados por la crisis, algunos de los cuales, además, contaban con un menor margen fiscal de maniobra en el período previo a la expansión del virus, lo que podría limitar la capacidad reacción de las políticas fiscales nacionales.

En el mismo sentido, este impacto heterogéneo ha interrumpido la corrección de los desequilibrios externos que se venía produciendo dentro del área del euro desde el final de la crisis financiera. En concreto, los cinco países del área con un mayor desequilibrio externo medido por la posición de inversión internacional neta –esto es, los cinco países con un mayor nivel de pasivos netos externos- registraban un superávit turístico cercano al 6 % del PIB en 2019. El impacto de la pandemia sobre estos flujos, que se han interrumpido en gran medida durante 2020, ha sido muy significativo, lo que en muchos casos revertirá este proceso de corrección al que me refería y podría incrementar los desequilibrios en el seno de la Unión Monetaria.

Dado el grado de integración existente en el área, una evolución adversa en un país tendrá consecuencias negativas, en términos de actividad y empleo, sobre todos los demás. Además, como se pudo comprobar en la anterior crisis, los problemas de fragmentación financiera condicionan negativamente no solo el desarrollo económico de los países que se ven penalizados en los mercados financieros sino también el del conjunto de la unión.

Por lo tanto, una actuación mancomunada que permita que la crisis sea abordada en condiciones equiparables por todos los países europeos facilita reducir la duración de la crisis y proteger el tejido productivo para todos y cada uno de los países del área. Es también crucial de cara a garantizar una recuperación homogénea y robusta.

Esta actuación común está particularmente justificada en el contexto de esta crisis, que tiene su origen en una perturbación completamente exógena, que no guarda relación con la presencia de desequilibrios macroeconómicos previos. Además, en alguna medida, la asimetría en el impacto es consecuencia del patrón de especialización productiva que se ha desarrollado entre los países como consecuencia del propio funcionamiento del mercado único. En este sentido, proteger el mercado único significa, también, evitar una excesiva divergencia económica entre los socios.

Estos argumentos justifican que, frente al reto económico derivado de la pandemia, las autoridades económicas del área hayan respondido con contundencia, no solo a escala nacional sino también europea. Un aspecto particularmente importante y positivo ha sido también el elevado grado de coordinación -en muchos casos, implícita pero efectiva- que ha existido entre las distintas políticas y los ámbitos de decisión global, europeo y nacional.

A continuación, describiré brevemente esta respuesta en los ámbitos de la política monetaria, prudencial y fiscal. Terminaré con algunas consideraciones respecto a algunos aspectos todavía pendientes de la arquitectura de la Unión Económica y Monetaria (UEM), que sería importante abordar con prontitud, también con el objetivo de abordar adecuadamente las consecuencias de esta crisis.

La política monetaria

En el ámbito de la política monetaria, desde mediados de marzo en el Banco Central Europeo (BCE) hemos desplegado un amplio paquete de medidas con el objetivo de mitigar el impacto de la pandemia en la economía del área del euro.

Desde el principio, el BCE se enfrentó a tres retos importantes derivados de la pandemia: primero, estabilizar los mercados financieros en toda el área del euro, con el fin de evitar la fragmentación financiera entre países; segundo, proteger la oferta de crédito bancario, especialmente importante para la financiación de los hogares y las pequeñas y medianas empresas, y, tercero, neutralizar las presiones a la baja sobre las perspectivas de inflación a medio plazo generadas por la crisis del Covid-19, conforme a nuestro mandato de estabilidad de precios¹.

Ante esta situación, adoptamos una serie de decisiones, que pueden agruparse en dos grandes bloques.

En primer lugar, el BCE aprobó una amplia batería de medidas de provisión de liquidez a los bancos, con el fin de que estos, a su vez, mantuvieran la concesión de crédito a familias y a empresas. Las medidas incluían una mejora sustancial de las condiciones de nuestras operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (las TLTRO, por sus siglas en inglés) y una relajación de los criterios de admisión de los activos de garantía que

¹ Véase el discurso del gobernador del Banco de España “[El papel de la política monetaria del Banco Central Europeo frente a la crisis del Covid-19](#)”, octubre 2020.

los bancos pueden presentar en las operaciones de financiación del BCE, ampliando así el volumen de fondos que pueden obtener en dichas operaciones.

Estas medidas han resultado muy exitosas. En la operación TLTRO de junio, las entidades participantes recibieron liquidez por un importe de 1,3 billones de euros, récord histórico en las operaciones de financiación del Eurosistema. Y lo más importante, la evidencia disponible sugiere que los bancos participantes (tanto los españoles como los del área del euro en su conjunto) han utilizado una parte importante de la financiación recibida para seguir proporcionando crédito a la economía real².

El segundo bloque de medidas tuvo por objeto los programas de compra de activos. Desde finales de febrero se había producido un endurecimiento de las condiciones financieras en el área del euro, incluido un fuerte aumento de los diferenciales de riesgo de la deuda soberana y corporativa. Este incremento no fue homogéneo en toda el área: aquellos países que partían de posiciones fiscales más débiles y con mayores niveles de deuda, y los que se vieron más afectados por la primera ola de la pandemia, experimentaron un aumento mucho más pronunciado de sus costes de financiación. Esta fragmentación financiera entre países representaba un desafío a la transmisión de la política monetaria única a toda el área del euro, que amenazaba incluso con una reedición de la crisis de deuda soberana de 2012.

En este contexto, el BCE comunicó en marzo el lanzamiento del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés). El programa se anunció inicialmente con un volumen de compras de 750 mm de euros, que se amplió en junio hasta los 1,35 billones de euros, con un horizonte de compras que alcanza, al menos, hasta junio del próximo año. La principal diferencia con respecto a programas previos es que, bajo el PEPP, las compras de activos se realizan de manera flexible, en el sentido de que se permiten fluctuaciones en su distribución tanto a lo largo del tiempo como por jurisdicciones o tipos de activo, con el fin de evitar la fragmentación en la transmisión de la política monetaria.

A día de hoy, podemos afirmar que el PEPP ha sido claramente exitoso a la hora de poner freno al deterioro de los mercados financieros en todos los países del área del euro. Esto es particularmente visible en la evolución de los rendimientos de la deuda soberana, que se encuentran hoy en niveles cercanos a los previos a la crisis. Pero también se puede apreciar en otros segmentos de mercado, como el de la deuda corporativa.

Esta caída en el coste de la deuda soberana ha proporcionado margen de actuación a las autoridades fiscales de todos los países del área, lo que les ha permitido desplegar actuaciones sin precedentes de sostenimiento de las rentas de hogares y de empresas.

¿Y qué decir de la situación actual?

Estamos experimentando una recuperación que todavía es incompleta, incierta y desigual, tanto por países como por sectores e individuos. Como ejemplo, desde una perspectiva agregada, cabe mencionar que el nivel del PIB del área del euro en el tercer trimestre fue todavía un 4,3 % inferior al del último trimestre de 2019. Por países, dentro de las cuatro

² Véase, por ejemplo, la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) del mes de [octubre](#). Un resumen de los resultados de la encuesta para los bancos españoles participantes puede verse en Á. Menéndez Pujadas y M. Mulino (2020), «[Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2020](#)», Artículos Analíticos, Boletín Económico, 4/2020, Banco de España.

economías de mayor tamaño del área, la pérdida de producto ha sido más pronunciada en España (un 9,1 %) que en Italia, Francia y Alemania (con caídas del 4,5 %, 4,1 % y 4,2 %, respectivamente).

Asimismo, persiste una elevada incertidumbre sobre la intensidad de la recuperación en los últimos meses del año, dados los desarrollos recientes de la pandemia en Europa. Los indicadores de corto plazo disponibles, como los índices PMI relativos a octubre, entre otros, señalan una desaceleración del crecimiento de la actividad en el área del euro en el cuarto trimestre. Y lo que es más preocupante, la puesta en marcha generalizada de nuevas medidas de contención de la crisis sanitaria podría acarrear una ralentización significativa adicional, e incluso una contracción, al menos en algunos países o sectores.

Por tanto, las perspectivas para la economía del área del euro siguen siendo muy inciertas y los riesgos están orientados a la baja.

En concreto, las proyecciones más recientes del Banco Central Europeo, que datan de finales de septiembre, contemplan un escenario central en el que la prolongación en los próximos trimestres de la mejoría observada desde mayo no impediría que el PIB del área retrocediera este año un 8 %, al que seguiría una recuperación del 5% en 2021. La consecución de estas cifras parece estar en entredicho, puesto que ese escenario central incorpora el supuesto de que la situación epidemiológica no registraría un empeoramiento en el corto plazo, algo que los desarrollos observados desde la fecha de cierre de las proyecciones parecen estar desmintiendo.

En cuanto a las perspectivas para la inflación del área, el Banco Central Europeo prevé un avance muy débil este año, de sólo un 0,3 %, que se elevaría en 2021 y 2022 hasta el 1 % y el 1,3 %, un valor, no obstante, alejado del objetivo de medio plazo de estabilidad de precios. Por su parte, la evolución de la inflación ha sorprendido claramente a la baja en los últimos meses (hasta situarse en el -0,3 % en octubre, de acuerdo con el indicador adelantado del IPC publicado por Eurostat), fundamentalmente en lo que respecta al comportamiento de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos –lastrados por la relativa debilidad de la demanda–. Como resultado, la inflación subyacente del área se sitúa en un mínimo histórico del 0,2 %. Todo esto sería coherente con unas tasas de inflación en los próximos trimestres aún más modestas que las previstas en el ejercicio de proyecciones de septiembre.

Ante este contexto de empeoramiento en la evolución de la pandemia y de nuevas medidas drásticas de contención, y ante el impacto que ello pueda tener sobre unas perspectivas económicas que ya eran frágiles y sobre unas previsiones de inflación a medio plazo que ya estaban muy por debajo de nuestro objetivo, desde el Consejo de Gobierno del BCE hemos dejado clara, tras la última reunión, nuestra voluntad de recalibrar en diciembre las herramientas para hacer frente a esta situación, asegurar unas condiciones financieras holgadas y contrarrestar el impacto de la pandemia sobre las perspectivas de inflación.

En un contexto de tanta incertidumbre como la que vivimos, la mejor contribución que puede realizar la política económica es proporcionar confianza y certidumbre. En el caso de la política monetaria, esto implica garantizar unas condiciones financieras holgadas a todos los agentes económicos durante el tiempo que sea necesario. Dada la evolución de pandemia y sus efectos económicos, el tiempo necesario es ahora claramente más extenso que lo que preveíamos hace solo unos meses. Además, es importante que mantengamos

la flexibilidad en la ejecución de nuestro programa durante este tiempo más extenso para evitar que emergan problemas de fragmentación financiera, asociados, por ejemplo, a la heterogeneidad de los efectos de la crisis mencionados. Todo ello, con el objetivo último de cumplir con nuestro mandato de estabilidad de precios, entendido siempre de una forma simétrica.

Política prudencial europea

En relación con la política prudencial financiera, las autoridades europeas con competencias prudenciales —el BCE, la Autoridad Bancaria Europea, la Junta Europea de Riesgo Sistémico y la Junta Única de Resolución (JUR)— han adoptado numerosas decisiones durante esta crisis, con el principal objetivo de que el sistema financiero contribuya a superarla. Decisiones que se han adoptado de manera coordinadas con las autoridades nacionales –Banco de España, en nuestro caso- e internacionales - Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés) -.

Se debe enfatizar que las mejoras experimentadas en la última década por el sector bancario en la calidad de su balance y en sus niveles de solvencia lo han colocado en mejor situación para absorber esta crisis y para seguir facilitando la financiación que la economía precisa. En este sentido, hay que destacar el efecto de la profunda reforma financiera internacional, que ha permitido que, hasta el momento, el sistema financiero esté actuando como factor mitigador —y no amplificador— del impacto de esta crisis. Esto debe servir como recordatorio de la importancia de contar con un sector bancario sólido y apuntalado por unos estándares regulatorios globales prudentes.

Sin embargo, es evidente que la crisis sin precedentes generada por la pandemia ha intensificado los riesgos de crédito, de mercado y operacional a los que se enfrenta el sector bancario³. Precisamente con el objetivo de mitigar y gestionar estos riesgos, las autoridades europeas han adoptado distintas medidas que, de nuevo, han sido complementarias a las adoptadas por las autoridades fiscales nacionales y las de la política monetaria.

En primer lugar, se han adaptado los procesos supervisores para liberar recursos operativos de las entidades que puedan ser orientados a garantizar la continuidad de negocio, a la vez que se han pospuesto todos aquellos cambios regulatorios que suponían un aumento de los requerimientos para las entidades. En este sentido, el BCBS ha decidido retrasar un año la implementación de Basilea III. En todo caso, el BCBS ha confirmado el compromiso de todas las jurisdicciones para la transposición plena, consistente y a tiempo, en el nuevo calendario, de la normativa de Basilea III.

En segundo lugar, en materia contable se han clarificado aspectos de la normativa contable vigente para el cálculo del riesgo de crédito, con el objetivo de impedir una prociclicidad excesiva. Como contrapartida, es necesario evitar (en particular, en un contexto de prolongación de la crisis) que un mal uso de esta flexibilidad conduzca a prácticas contables inadecuadas, que se traduzcan en una demora en el reconocimiento del deterioro efectivo de la calidad de algunas exposiciones crediticias. En este sentido, deben seguirse las guías supervisoras, que establecen que las medidas adoptadas en esta área no deben dificultar la medición de deterioros efectivos y la dotación de coberturas razonables por riesgo de

³ Véase el discurso del gobernador del Banco de España “[Retos y políticas para la estabilidad financiera ante la pandemia](#)”, octubre 2020.

crédito, y deben proporcionar a las entidades los incentivos necesarios para el mantenimiento de unos estándares adecuados.

En tercer lugar, las autoridades han dictaminado que las entidades puedan hacer un uso efectivo de los colchones de capital disponibles para absorber pérdidas inesperadas. También se ha anunciado que las entidades contarán con un tiempo dilatado para la posterior reconstrucción de estos, en caso de que sean utilizados.

En cuarto lugar, las autoridades financieras europeas, incluido el Banco de España, han recomendado a las entidades la eliminación temporal del reparto de dividendos y la aplicación de criterios prudentes en la retribución variable a los empleados, con el objetivo de canalizar los recursos generados hacia el refuerzo de sus posiciones de capital. Estas medidas se revisarán antes de finalizar el año, pero, en cualquier caso, la política de distribución de dividendos y de remuneraciones de las entidades deberá seguir siendo muy prudente hasta que no se disipe la incertidumbre actual y se consolide una recuperación económica sólida.

En quinto lugar, se ha llevado a cabo una reforma de la regulación de requerimientos de capital denominada “ajuste rápido” (Quick Fix), que incluye medidas permanentes, como la adaptación del factor de apoyo a pymes en el cálculo de activos ponderados por riesgo, y también transitorias, como la aplicación de un filtro prudencial sobre las variaciones de valor de instrumentos de deuda soberana. De esta forma, se ha mejorado la capacidad de absorción de este *shock* por las entidades, a la vez que se favorece la financiación a las empresas e inversiones que potencialmente pueden verse más afectadas.

Esta respuesta de las autoridades prudenciales, junto con las medidas de política monetaria y fiscal adoptadas, ha permitido absorber el impacto inicial del *shock*, ha facilitado la provisión de crédito a la economía y ha impedido la materialización de un riesgo sistémico en el sistema financiero que hubiera acentuado aún más la crisis y la hubiera hecho más persistente.

De cara al futuro, sin embargo, en el contexto de recuperación desigual e incierta que he descrito con anterioridad no se puede descartar ni que se materialicen los riesgos identificados ni que su impacto y persistencia sean mayores de lo esperado. En este sentido, las autoridades económicas y supervisoras deberemos seguir ejerciendo una vigilancia estrecha sobre las entidades y los mercados financieros para que sigan facilitando el necesario flujo de crédito a la economía. Habremos de seguir adoptando medidas para mitigar los riesgos y, por supuesto, estar dispuestos para dar una respuesta adecuada en caso de que estos se materialicen. En este sentido, en el ámbito bancario esta respuesta solo puede ser europea, dado el compromiso con la Unión Bancaria y la necesidad de evitar problemas de fragmentación financiera que pudieran derivarse de una respuesta exclusivamente nacional.

Política fiscal europea

La acción de la política monetaria del BCE y la de las autoridades regulatorias han sido contundentes para articular una respuesta común genuinamente europea a la crisis económica asociada a la pandemia. También lo está siendo la de la política fiscal. Paso ahora a exponer los principales elementos de la respuesta europea en lo referente a la política fiscal.

En primer lugar, se ha extendido la red de seguridad financiera europea, poniendo en marcha recursos de fácil acceso y con mínimas condiciones. Dentro de este grupo de medidas se encuentran el SURE y la línea de financiación del MEDE. Estas líneas tienen dos beneficios: por una parte, su importancia como método para repartir los costes de la crisis, en un entorno en el que la UE en su conjunto se financia a tipos más bajos que los de muchos Estados miembros, como consecuencia de su alto nivel de calificación crediticia; por otra parte, se erigen como un mecanismo de última instancia en caso de que las condiciones de financiación se volviesen menos cómodas que las actuales.

En segundo lugar, el principal elemento de la respuesta europea es la creación del fondo de recuperación *Next Generation EU* (NGEU), de naturaleza temporal, que complementa el presupuesto plurianual de la Unión para los años 2021-2027. El fondo introduce importantes elementos para compartir el esfuerzo de la recuperación económica, algunos de ellos sin precedentes, como la emisión a gran escala de deuda pública europea supranacional para financiar reformas e inversiones en los Estados miembros más afectados por la pandemia⁴.

Déjenme destacar algunas características que hacen de este fondo un importante paso en la construcción europea⁵.

A diferencia del presupuesto plurianual de la UE, que se financia con aportaciones de los Estados miembros y algunos impuestos comunes, el nuevo fondo se financiará mediante la emisión de deuda por parte de la Comisión Europea en los mercados de capitales. La cantidad máxima que se podría llegar a emitir (de alrededor de 800 mm de euros en precios corrientes) es inaudita en el ámbito supranacional, y aún más si se tiene en cuenta que el principal destino (el 42 % del total) son transferencias directas de recursos a los Estados miembros. De usarse todos estos instrumentos, la deuda supranacional de la UE se llegaría a doblar. Esto aumentaría la cantidad de activos seguros disponibles a escala europea, al financiarse un impulso fiscal en países con menor calificación crediticia mediante deuda «segura». Esta reducción del riesgo agregado, además, haría más fácil el trabajo de la política monetaria.

En el largo plazo, un mercado de deuda supranacional más profundo podría impulsar una mayor integración bancaria y de los mercados de capitales, y facilitaría la ejecución futura de la política monetaria, al existir una referencia segura común para todos los países. Además del efecto agregado, los pasos en la profundización institucional europea suelen traer asociados efectos positivos sobre los mercados financieros y, en particular, una reducción de las primas de riesgo soberano⁶, en la medida en que estos acuerdos se perciben como una garantía de continuidad y profundización del proyecto europeo, lo que contribuye a reducir la elevada heterogeneidad geográfica en las condiciones de financiación.

⁴ Véase M. Delgado-Téllez, I. Kataryniuk, F. López-Vicente y J. J. Pérez (2020), *Endeudamiento supranacional y necesidades de financiación en la Unión Europea*, Documentos Ocasionales, n.º 2021, Banco de España.

⁵ Véase la [comparecencia del gobernador del Banco de España ante la Comisión de Asuntos Económicos y Transformación Digital del Congreso de los Diputados: presentación del Informe Anual 2019 del Banco de España](#), Octubre 2020.

⁶ Véase I. Kataryniuk, V. Mora-Bajén y J. J. Pérez (2020), *EU deepening and sovereign debt spreads: how relevant is the «political space»?*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

Los recursos obtenidos mediante la emisión de deuda supranacional se destinarán a hacer frente a las consecuencias de la crisis del Covid-19 y a adaptar la economía europea a los retos del futuro. Se prevé que más de la mitad de los fondos se destinen a dos ámbitos prioritarios: la digitalización y el reto medioambiental. Para acceder a estos recursos, los países deberán diseñar unos planes de recuperación y resiliencia que contengan propuestas concretas de proyectos coherentes con las recomendaciones específicas de país establecidas en el contexto del Semestre Europeo⁷.

Para evaluar el impacto de estos fondos, debemos prestar atención a algunos de los detalles que aún deben especificarse. En concreto, existen cuatro fuentes de incertidumbre de cuya respuesta depende crucialmente la capacidad del fondo para impulsar la economía: qué cuantía se ejecutará, cuál será el calendario de realización de los proyectos, a qué tipo de proyectos se destinarán esos recursos y cuál será su impacto macroeconómico, y, finalmente, cuál será la utilización de los préstamos previstos en el acuerdo.

Comenzando por la cuantía, es importante contextualizar el elevado volumen de recursos que el programa NGEU pone potencialmente a disposición de varios países europeos, entre ellos España. En concreto, solo la parte que adopta la forma de transferencias triplicaría, aproximadamente, el gasto en inversión que el conjunto de las Administraciones Públicas acometió en 2019. Existe el riesgo de que los países tengan dificultades para absorber una cantidad tan ingente de fondos, para lo que es crucial que se reduzcan los cuellos de botella en las administraciones, así como que se diseñen procesos de licitación pública que sean eficientes y rápidos.

La absorción no solo es una cuestión nacional, vinculada a la tradicional capacidad de ejecutar los fondos europeos recibidos, en su mayoría por parte de entidades regionales públicas. En este caso, existe una dimensión adicional. Debe tenerse en cuenta que todos los países van a poner en marcha, en un intervalo de tiempo similar, proyectos en áreas concretas, muy especializadas, relacionadas en gran medida con la digitalización y la adaptación y mitigación del cambio climático. Esto puede plantear competencia entre países –y entre administraciones dentro de cada país– por los proveedores con la suficiente capacidad tecnológica para llevarlos a cabo, y una cierta capitalización de los fondos europeos por parte de empresas tecnológicas de fuera de la UE, lo que, en parte, limitaría sus efectos internos positivos. En este contexto, la coordinación entre países, y entre administraciones dentro de cada país, puede proporcionar un mayor impulso económico y una mayor racionalidad a los proyectos que se van a desarrollar, maximizando las economías de escala y los efectos de desbordamiento entre territorios.

La segunda fuente de incertidumbre es la relativa al calendario de ejecución de los proyectos. La literatura académica ha identificado que uno de los principales problemas de la inversión pública como mecanismo para proporcionar un impulso cíclico es el retraso en su implementación. Este retraso es mayor cuando los proyectos son de gran tamaño. Aunque esta cuestión puede ser menor en el largo plazo, en el corto es fundamental si se desea que el fondo contribuya a la recuperación económica (es decir, al cierre de la brecha de producción abierta por la pandemia).

⁷ Véase P. García-Perea, A. Millaruelo, V. Mora-Bajén y M. Sánchez Carretero (2020), «El Semestre Europeo 2020 y las recomendaciones específicas para España», Notas Económicas, *Boletín Económico*, Banco de España, de próxima publicación.

En tercer lugar, el impacto macroeconómico de los fondos recibidos (esto es, el multiplicador fiscal, que mide cuánta actividad económica se genera por cada euro gastado) dependerá también tanto de la situación agregada de la economía como de la naturaleza de los proyectos aprobados. Tanto los modelos teóricos como la evidencia empírica disponible indican que el gasto en inversión pública tiene un impacto sobre la actividad mayor y más persistente que el realizado en otras áreas, como el destinado al consumo público o las transferencias a hogares⁸. Esto es así, entre otros motivos, porque la inversión pública, además de aumentar la demanda de bienes a corto plazo, como en los otros casos, también contribuye a expandir el stock de capital productivo de la economía y, por consiguiente, a fomentar el crecimiento a medio y largo plazo⁹.

En cualquier caso, la secuencia temporal del impacto de la inversión pública sobre la actividad depende de la naturaleza de los proyectos en los que se materialice. Así, por ejemplo, los efectos del gasto en I+D, aunque son más elevados en el futuro, pueden tardar más tiempo en materializarse que en el caso de otros proyectos de inversión pública.

Por todo ello, es de vital importancia que la elección de los proyectos sea tal, que se maximice la magnitud de su impacto en la actividad económica y en las finanzas públicas, lo que se vería favorecido si la distribución de los recursos se articulara en torno a un plan de reformas estructurales cuyo diseño partiera del objetivo de fortalecer el crecimiento a largo plazo de la economía.

Respecto a la distribución de los fondos recibidos entre transferencias directas y préstamos, hay que tener en cuenta que el impacto sobre la actividad es mayor bajo la primera modalidad, que permite un aumento del gasto público que no se ve correspondido por un aumento de la deuda, que es lo que ocurre con los préstamos. Estos últimos son particularmente útiles cuanto mayor sea la diferencia entre el coste de financiación del sector público de un país y la tasa a la que se financia la Unión. Actualmente, la diferencia entre el coste de la deuda a diez años de la UE y la deuda del Tesoro español fluctúa entre los 50 y los 80 puntos básicos. Por ello, se produciría un ahorro de aproximadamente 5 millones de euros por cada 1.000 millones de euros de préstamos de la UE que sustituyesen emisiones a largo plazo del Tesoro.

Sin embargo, no debemos pasar por alto que la principal utilidad del NGEU se sitúa en el medio plazo. En el corto plazo, los retrasos en la aprobación del fondo y la implementación

⁸ En efecto, la evidencia empírica ha alcanzado un consenso casi generalizado, según el cual el efecto multiplicador a medio plazo de la inversión pública sería mayor que 1, mientras que el del gasto en consumo público o prestaciones se situaría por debajo de esa cota. Véase V. Ramey (2019), «[Ten Years After the Financial Crisis: What Have We Learned from the Renaissance in Fiscal Research?](#)», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 33(2), pp. 89-114, para una revisión de la evidencia existente. No obstante, las estimaciones están sujetas a un nivel de incertidumbre singularmente elevado. Así, por ejemplo, A. Abiad *et al.* (2016), «[The macroeconomic effects of public investment: Evidence from advanced economies](#)», *Journal of Macroeconomics*, 50, pp. 224-240, estima un multiplicador de la inversión pública de 1,4 al cabo de cuatro años para un conjunto de economías avanzadas. Además, el valor estimado puede llegar casi a duplicarse si la inversión se materializa en proyectos especialmente eficientes o durante períodos de bajo crecimiento económico. Por el contrario, otros estudios encuentran que el multiplicador de la inversión pública podría no superar en el corto plazo un valor de 0,6, especialmente cuando el estímulo fiscal es poco persistente (véase M. Alloza y C. Sanz (2020), «[Jobs Multipliers: Evidence from a Large Fiscal Stimulus in Spain](#)», de próxima aparición en *Scandinavian Journal of Economics*).

⁹ Este efecto multiplicador depende en gran medida del grado de complementariedad existente entre la inversión pública y la privada. Véase el [recuadro 5.2 del Informe Anual 2019 del Banco de España](#) para un análisis detallado de los canales por los que la inversión pública impulsa el crecimiento a medio y largo plazo. Uno de estos canales que explican el elevado multiplicador de la inversión pública incluso a corto plazo descansa sobre la idea de que, al ser más potente a medio y largo plazo, los agentes racionales lo incorporan a sus decisiones.

de los proyectos hacen que el principal mecanismo de financiación del déficit público siga siendo el tradicional acceso a los mercados.

Un aspecto que me gustaría subrayar sobre la respuesta de política económica hasta el momento es el elevado grado de complementariedad que ha existido entre las acciones de las distintas autoridades. Si la respuesta del BCE y las decisiones del Consejo Europeo han permitido aumentar el margen de actuación fiscal de los Gobiernos, la acción de estos y del propio BCE ha sido crucial para garantizar la liquidez y para reducir el riesgo de las empresas no financieras, que, junto con las decisiones de las autoridades micro- y macroprudenciales y del BCE, han permitido que siguiera fluyendo el crédito a los agentes económicos. Es muy importante que ese grado de complementariedad se mantenga en el futuro.

Las reformas pendientes de la arquitectura europea

Esta crisis ha demostrado también que, a pesar de los avances de los últimos años, se hace necesario seguir profundizando en la mejora de la gobernanza de la UEM.

En concreto, más allá del importante paso que supone disponer de un fondo de recuperación de las características señaladas, debemos de seguir enfatizando la importante limitación que supone para el adecuado funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria, la ausencia de un mecanismo permanente de estabilización macroeconómica que permita una mayor compartición de riesgos ante las perturbaciones económicas. Este mecanismo permitiría un rápido despliegue de recursos cuando estas perturbaciones se produzcan, contribuyendo a que el impulso fiscal conjunto del área sea el adecuado a la situación cíclica (por ejemplo, mediante la puesta en marcha de una capacidad permanente de estabilización macroeconómica del presupuesto común, una función de estabilización cíclica o un seguro de desempleo paneuropeo).

En paralelo, existe también la necesidad de una profunda revisión del marco fiscal europeo. No podemos olvidar que, en una unión monetaria, la política fiscal constituye el principal instrumento de que dispone un país para abordar perturbaciones asimétricas. De ahí que resulte crucial que cada economía mantenga una política fiscal que en las fases expansivas genere márgenes de maniobra suficientes para hacer frente a las situaciones adversas. Con este propósito se diseñó el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Un marco de reglas que resulta esencial para la estabilidad macroeconómica de la UEM.

Sin embargo, hay que aceptar que el Pacto no ha sido capaz de contribuir al diseño de unas políticas fiscales de carácter contracíclico. Su excesiva complejidad provoca que resulte poco transparente y difícil de comunicar al público general, lo que no facilita su implementación. Esta complejidad hace también más probable su aplicación inconsistente entre países y a lo largo del tiempo, lo que daña su legitimidad y credibilidad. De ahí que urja la necesidad de llevar a cabo una profunda revisión del marco fiscal vigente. En este sentido, existe un amplio consenso en que la reforma debería ir dirigida a reducir el número de reglas en torno a un único objetivo, la reducción de la deuda, y una regla operativa, la regla de gasto que garantece que el gasto público no excede el crecimiento del PIB nominal a largo plazo y que se sitúa por debajo de él en el caso de los países con elevados niveles de deuda. Además, más allá de la simplificación del marco fiscal, también sería necesario

avanzar hacia una mayor automaticidad en su implementación, que evite su aplicación excesivamente discrecional.

En el ámbito de las reformas de la arquitectura financiera europea, destacan también las relativas a la culminación de una Unión Bancaria plena en el área del euro, cuya pieza principal pendiente de aprobación es un Fondo de Garantía de Depósitos europeo plenamente mutualizado. En este sentido, no está de más volver a reiterar que el canal financiero, y el crediticio en particular, debería de ser uno de los canales de compartición de riesgos entre los agentes privados de la economía europea que complementen y refuerzen los canales públicos que he mencionado anteriormente. Además, estos canales privados son particularmente importantes en episodios de profunda contracción económica, en la medida en que mitigan la posibilidad de que dichos episodios presenten un componente de inestabilidad financiera que no haría más que prolongarlos y agravarlos.

En mi opinión, un anuncio temprano de un compromiso creíble para la culminación plena de la Unión Bancaria, aunque esta se produzca en un futuro más lejano, supondría una contribución decisiva para garantizar la estabilidad financiera en el área del euro, tanto en los próximos meses como en un horizonte de medio plazo.

Además, es necesario adecuar el marco regulatorio europeo de resolución¹⁰ a una hipotética crisis sistémica, resolver el problema de la liquidez a las entidades en resolución, así como analizar el posible papel de las compañías de gestión de activos en caso de que se produzca un grave deterioro de los balances de las instituciones financieras europeas. Los Estados miembros de la UE deberían también avanzar rápidamente para alcanzar un acuerdo que permita crear un procedimiento común europeo para la liquidación administrativa de las entidades de crédito.

Por último, no debemos olvidar la importancia de avanzar en la agenda de acciones que constituyen el proyecto de la Unión del Mercado de Capitales. La Comisión Europea lanzó en octubre un nuevo plan de acción, identificando 16 áreas de actuación para impulsar el proyecto. Me gustaría destacar algunas que son particularmente relevantes: la convergencia supervisora; el acento en las finanzas sostenibles, para consolidar el liderazgo europeo a escala global; la modificación del tratamiento regulatorio de las titulizaciones, para potenciar la capacidad de préstamo de los bancos; o la promoción de la financiación de mercado de las pymes y el desarrollo de los mercados de capital riesgo.

En general, el avance en estas y en otras cuestiones fundamentales, como la creación de un activo seguro a escala europea, resulta una tarea compleja, que requiere adoptar medidas y cambiar regulaciones en ámbitos muy diversos, y en la que han de implicarse a fondo no solo las autoridades de la UE, sino también los Estados miembros. Es crucial una firme y decidida voluntad política de las autoridades implicadas para tomar las medidas necesarias y eliminar barreras o líneas rojas. En resumen, para evitar la dispersión de esfuerzos y la pérdida de impulso, es imprescindible concitar la mayor ambición política posible.

¹⁰ Véase el discurso del gobernador del Banco de España “[Resolución bancaria: una base sólida para la estabilidad](#)”, octubre 2020.

Conclusión

Permitanme que concluya. La pandemia ha generado una crisis económica sin precedentes, seguida de una recuperación todavía incompleta y desigual, que está sometida a una enorme incertidumbre, en particular en el contexto de la segunda ola de la pandemia que estamos viviendo en este momento.

La respuesta de la política económica europea ha sido, en este caso, contundente. Una respuesta común, que incluye no solo la derivada de la política monetaria y macro y micro prudencial, sino también de nuevos instrumentos fiscales, como los del fondo de recuperación. Una respuesta que debería adecuarse a la evolución de la pandemia y sus efectos. En el caso de la política monetaria, ya hemos subrayado nuestra voluntad de recalibrar en diciembre nuestras herramientas para hacer frente a los nuevos desarrollos económicos, asegurar unas condiciones financieras holgadas y contrarrestar el impacto de la pandemia sobre las perspectivas de inflación.

La reacción europea ha supuesto un apoyo sin precedentes para que las políticas económicas nacionales y, en particular, la política fiscal pudiera actuar también de una manera contundente. Esto es particularmente importante porque la política fiscal cuenta con los instrumentos más adecuados para hacer frente a los efectos de una crisis con efectos muy heterogéneos entre países, sectores, empresas y grupos poblacionales, y para ajustarse a una duración incierta.

Sin embargo, la acción común europea debe considerarse una condición necesaria pero no suficiente para garantizar que se produzca una recuperación más rápida y robusta de nuestra economía y se minimicen los daños estructurales derivados de esta crisis. Para lograr estos objetivos se requiere, no solo que la política fiscal continúe apoyando adecuadamente a los hogares y las empresas en el corto plazo, sino también que los fondos europeos se destinen a proyectos de inversión de alto valor añadido y que se acompañen de un plan de reformas estructurales cuyo diseño parte del objetivo de fortalecer el crecimiento a largo plazo de la economía. De hecho, los fondos europeos deberían también utilizarse a financiar las mejoras de naturaleza estructural que necesita la economía española.

Muchas gracias por su atención.