

1

MENSAJES PRINCIPALES

Las dinámicas económicas globales se han visto bruscamente afectadas por la pandemia y se esperan caídas muy significativas de la actividad en 2020.

Después de varios trimestres en los que la actividad se había visto lastrada, entre otros factores, por la disputa comercial entre Estados Unidos y China y por la incertidumbre en torno al *brexit*, la reactivación del crecimiento global que se atisbaba en el tramo final de 2019 se vio abruptamente truncada por la irrupción de la enfermedad y el despliegue de medidas de distanciamiento social para contenerla. De esta forma, el ritmo de avance del PIB mundial en 2020 se ha revisado sustancialmente a la baja en los últimos meses. Así, si a principios del ejercicio se esperaba un crecimiento mundial por encima del 3% en este año, las previsiones más recientes apuntan a una contracción cercana al 5%, más intensa que la registrada durante la crisis financiera global.

La pandemia de Covid-19 ha provocado una disrupción de una magnitud sin apenas precedentes en la sociedad y en la actividad económica mundiales en los últimos meses.

Las altas tasas de contagio asociadas a esta enfermedad, así como la falta de una vacuna o de un tratamiento eficaz, han llevado al límite a los sistemas sanitarios de la mayor parte de los países afectados por la pandemia y han dado lugar a un coste en vidas humanas extraordinariamente elevado. Para contener el ritmo de propagación de la enfermedad ha sido necesario adoptar estrictas restricciones de la movilidad de la población y de la actividad económica en un buen número de sectores productivos, con el consiguiente impacto negativo sobre las rentas de hogares y empresas y sobre el empleo.

En la medida en que esta perturbación sanitaria es eminentemente temporal, la actividad económica podría recuperarse de forma relativamente dinámica en los próximos trimestres, apoyada, en parte, por las medidas de política económica desplegadas en los últimos meses.

Si bien todavía persisten regiones y países donde la enfermedad presenta una alta incidencia, el avance que se ha producido durante las últimas semanas en los planes de desescalada adoptados por un número creciente de países ha supuesto una reactivación gradual de la actividad. De mantenerse, estas dinámicas apuntarían a que los efectos más adversos de la pandemia sobre la economía global podrían concentrarse en el segundo trimestre de este ejercicio, de modo que la actividad podría recuperar cierto vigor en la segunda mitad del año y continuar su expansión a lo largo de 2021, si bien, en estos momentos no se espera retornar a los niveles de actividad previos a la crisis antes de 2022. Esta recuperación se vería respaldada por las actuaciones de política económica que se han emprendido durante los últimos meses de forma relativamente rápida y contundente en múltiples ámbitos. Así, en la mayoría de los

países afectados, los gobiernos han implementado un amplio abanico de medidas, fundamentalmente con el objetivo de reforzar sus sistemas sanitarios, de proteger el empleo y las rentas de los hogares, en especial de los más vulnerables, y de proveer liquidez a las empresas. Por su parte, muchos bancos centrales han recortado los tipos de interés de referencia hasta niveles mínimos y, con frecuencia, han desplegado o reforzado ciertos instrumentos no convencionales que supondrán aumentos muy significativos en sus balances. Todo ello con el propósito de mitigar las tensiones que se registraron en los mercados financieros en las primeras etapas de la extensión global de la enfermedad y de garantizar un funcionamiento adecuado de la transmisión de la política monetaria para que el crédito pueda llegar de forma fluida a la economía real. En la misma línea, las autoridades prudenciales han permitido una relajación de los requisitos regulatorios a los bancos, para que estas entidades no se vean abocadas a acometer un proceso de reducción de sus balances durante la crisis y favorecer el dinamismo del crédito al sector privado.

En todo caso, persiste una incertidumbre elevada sobre la evolución sanitaria de la pandemia y sobre la persistencia de los daños que esta pueda haber causado ya sobre el tejido productivo y la capacidad de crecimiento en el medio plazo. Mientras no se disponga de una vacuna o de un tratamiento eficaz contra el Covid-19 a gran escala —lo que previsiblemente no sucederá antes de finales de 2020—, no puede descartarse que nuevos brotes de la enfermedad requieran reintroducir algunas de las medidas de distanciamiento social ya relajadas, lo que ocasionaría un nuevo trastorno al desempeño de la actividad económica. Este trastorno será tanto menor cuanto mayor sea la capacidad de los distintos sistemas sanitarios nacionales para realizar test serológicos a la población, para identificar y aislar a los contagiados, y para hacer un seguimiento de aquellas personas que hayan estado en contacto con casos diagnosticados. A tenor de la experiencia de los países que han seguido este tipo de estrategia de control de la enfermedad, esto facilitaría el control de eventuales rebrotes sin necesidad de desplegar las medidas de confinamiento más estrictas y disruptivas. Por otro lado, a pesar de la elevada envergadura de las medidas de política económica aprobadas hasta la fecha en los ámbitos fiscal, monetario y financiero, la ausencia de referencias históricas comparables hace especialmente complejo calibrar en estos momentos su grado de eficacia para evitar daños persistentes en la capacidad de crecimiento de las economías generados por la desaparición de empresas solventes o por la ruptura permanente de relaciones laborales estables.

A nivel global, estos retos se afrontan desde una posición de partida de relativa fragilidad de la economía mundial, y, en algunos casos, con un margen de actuación en materia fiscal y monetaria menos holgado que en el pasado. En los últimos años, a pesar de que la tasa de crecimiento potencial de la economía mundial ha venido manteniendo una senda descendente, no se han abordado, en general, con la suficiente ambición las principales causas de esta debilidad secular de la economía. Entre ellas, destacan, por ejemplo, las

consecuencias del envejecimiento de la población, las bajas tasas de inversión y el reducido dinamismo de la productividad. En este contexto, el crecimiento económico global de los años recientes, que ha sido relativamente modesto en términos históricos, ha estado sostenido fundamentalmente por políticas de demanda extraordinariamente expansivas. En algunos países, esto ha supuesto un menor margen de actuación con el que afrontar la crisis actual, tanto en el ámbito de la política fiscal (debido a los elevados niveles de deuda pública) como en el de la política monetaria, especialmente en lo referido al escaso espacio para acometer nuevos recortes sustanciales en los tipos de interés, que ya de por sí se situaban en niveles históricamente reducidos antes de la pandemia.

La crisis está poniendo de manifiesto la débil situación actual del sistema de gobernanza y de las relaciones económicas globales. Si bien se han puesto en marcha un amplio número de actuaciones multilaterales, especialmente dirigidas a los países más pobres, esta crisis ha puesto de relieve la frágil situación en que se halla el sistema de gobernanza y de relaciones económicas globales. En comparación con la crisis financiera global de 2008, durante esta pandemia ha destacado la falta de liderazgo, al nivel político más elevado, en la coordinación internacional de la respuesta sanitaria y, en estos momentos, persiste la incertidumbre acerca de hasta qué punto el debilitado espíritu de cooperación a nivel internacional puede ejercer un papel relevante en el proceso de recuperación de la economía mundial.

En el ámbito europeo, se han desplegado distintas medidas para hacer frente a los efectos económicos de la pandemia en varias dimensiones, y el BCE ha aumentado significativamente el volumen de su estímulo monetario. En el ámbito fiscal, no obstante, hasta el momento, el peso de la respuesta ante la crisis ha recaído fundamentalmente en las medidas implementadas de forma independiente por los distintos Estados miembros. Si bien los distintos paquetes nacionales presentan objetivos y contenidos similares, su volumen y alcance difieren de forma significativa entre países. Al mismo tiempo, se han puesto en marcha varios instrumentos a nivel europeo para complementar las medidas adoptadas por los gobiernos nacionales y se han producido algunos avances notables, en especial con la propuesta, pendiente de aprobación, del Fondo de Recuperación de la Comisión Europea (*Next Generation EU*), si bien todavía persiste una brecha importante entre las elevadas necesidades de financiación del esfuerzo presupuestario de los Estados miembros en su lucha contra los efectos de la pandemia y el volumen de fondos europeos movilizados.

En el ámbito de la supervisión bancaria, donde el grado de coordinación internacional ha sido en general más intenso que en otras áreas de la política económica, se han desplegado múltiples actuaciones en materia macroprudencial, microprudencial y contable. En particular, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y el BCE han impulsado la utilización de los colchones de capital y de liquidez disponibles por parte de las entidades de crédito,

y las autoridades nacionales han liberado algunos de los colchones de capital macroprudenciales disponibles, como es el caso del contracíclico o del de riesgos sistémicos. En el ámbito microprudencial, el BCE, la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) y otras autoridades supervisoras han promovido medidas de flexibilidad operativa, prudencial y regulatoria para apoyar el correcto funcionamiento del sistema bancario y facilitar el mantenimiento del flujo de crédito al sector privado. En particular, se han adoptado medidas para evitar un comportamiento excesivamente procíclico de las provisiones que pudiera ocasionar un efecto contractivo desproporcionado sobre la oferta de crédito bancario. Asimismo, la EBA ha recomendado a las entidades la suspensión del pago de dividendos y prudencia en el pago del componente variable de la remuneración de sus empleados, con el objetivo de reforzar su solvencia.

El impacto de esta crisis sanitaria sobre la economía española será muy severo. La senda de crecimiento de los seis últimos años se vio bruscamente alterada durante el mes de marzo, en un contexto en el que la propagación de la pandemia exigió desplegar medidas extraordinarias de confinamiento de la población y de suspensión de la actividad productiva. A pesar de que estas restricciones se aplicaron, principalmente, durante la segunda mitad de marzo, su intensidad fue de tal magnitud que el PIB español sufrió la mayor contracción intertrimestral de su historia, hasta ese momento, en el primer trimestre del año, con una caída del 5,2 %, de acuerdo con el avance de la Contabilidad Nacional. En la medida en que las restricciones de la actividad y de la movilidad han estado vigentes durante buena parte del segundo trimestre, se espera un retroceso del PIB sensiblemente más intenso para ese período¹.

La actividad económica ha venido recuperándose gradualmente en las últimas semanas, pero esto no evitará un descenso del PIB muy acusado en el conjunto de 2020. En las últimas semanas, el avance que se ha producido en el contexto del proceso de desescalada dispuesto por el Gobierno ha permitido una cierta recuperación de la actividad y del empleo, que se espera que se prolongue y acelere en los próximos trimestres². Con todo, la magnitud de la caída en la actividad registrada en la primera mitad del ejercicio implicará una contracción muy intensa del PIB en el promedio del año 2020.

A pesar del notable repunte de la actividad proyectado para 2021 y 2022, la crisis tendrá un efecto persistente sobre el empleo y sobre las cuentas públicas. Tanto las últimas proyecciones del Banco de España como las de la mayoría de los analistas apuntan a un repunte importante de la actividad en los dos próximos años. No obstante, la recuperación del PIB prevista solo permitiría retornar

1 Véase «Informe trimestral de la economía española», junio de 2020, Banco de España.

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

a niveles de actividad próximos a los previos a la crisis hacia finales de 2022. Estas proyecciones apuntan también a un aumento muy notable y persistente de la deuda y el déficit públicos, así como de la tasa de paro. En concreto, esta última aumentaría con intensidad este año y permanecería en niveles claramente superiores a los registrados antes de la pandemia durante varios años. Por su parte, el déficit y la deuda de las Administraciones Públicas también se elevarían de forma muy significativa en el año en curso, y solo mejorarían de forma muy limitada al final del horizonte de proyección, cuando, incluso en los escenarios más favorables, la deuda pública superaría el 110 % del PIB.

La economía española ha afrontado esta crisis después de un largo período de crecimiento que permitió corregir algunos de sus principales desequilibrios.

Hasta la irrupción de la crisis del Covid-19, la economía española se encontraba inmersa en una etapa de crecimiento ininterrumpido que había comenzado a finales de 2013. En estos años, el patrón de crecimiento fue más equilibrado que en otras fases expansivas previas, lo que permitió reducir algunos de los desequilibrios macrofinancieros acumulados durante la crisis financiera y la fase expansiva que la precedió. En particular, durante los últimos años se registraron superávits en la balanza por cuenta corriente de manera recurrente, los hogares y las empresas se desendeudaron de forma muy significativa, y el sector de la construcción y el sistema financiero abordaron profundas reestructuraciones que redundaron en una notable reducción de su dimensión, pero también de su fragilidad.

No obstante, una serie de factores han contribuido a que el impacto de esta crisis esté siendo mayor en España que en otros países de nuestro entorno.

En primer lugar, el confinamiento ha sido más prolongado e intenso en España que en el promedio de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Además, en comparación con otras economías del área del euro, la estructura sectorial de la economía española presenta un mayor peso relativo de los sectores —como el turismo— que a escala global se han visto más afectados por las medidas de distanciamiento social que ha sido necesario implementar. Dado que, por lo general, los trabajadores temporales y las pymes son relativamente más vulnerables ante perturbaciones macrofinancieras adversas que los trabajadores indefinidos o las empresas de mayor tamaño, el elevado porcentaje de temporalidad en el empleo en España y el peso tan importante de las pymes en el tejido productivo nacional también habrían influido en el mayor impacto negativo de esta crisis sobre la economía española.

De cara al futuro, la economía española afronta retos de un calado extraordinario, algunos de los cuales ya eran patentes antes de la crisis sanitaria, mientras que otros han surgido como consecuencia de esta.

Antes de la irrupción de la crisis del Covid-19, la economía española ya se enfrentaba a desafíos importantes de medio plazo, como los relativos a la necesidad de aumentar el potencial de crecimiento, corregir las disfuncionalidades del mercado laboral, moderar el endeudamiento público y abordar los retos asociados con el

envejecimiento de la población, la desigualdad y la sostenibilidad medioambiental. La crisis del Covid-19 ha incrementado el calibre de estos desafíos y ha planteado otros nuevos. En particular, esta crisis ha puesto en evidencia algunas de las vulnerabilidades asociadas al proceso de fragmentación internacional de la producción que se ha producido en las últimas décadas vinculado al intenso desarrollo de las cadenas globales de valor. A la vista de estas vulnerabilidades, no es descartable que algunas economías o agentes desarrollen estrategias de cara al futuro que puedan suponer una ralentización —o incluso una cierta reversión— del proceso de globalización de la economía mundial más pronunciada que la observada en los últimos años. Al mismo tiempo, las medidas de confinamiento desplegadas para hacer frente a la pandemia han supuesto un fuerte impulso de actividades como el teletrabajo, el comercio electrónico y la educación por canales *online*. De consolidarse, estas dinámicas podrían implicar una aceleración significativa del proceso de digitalización en el que están inmersas la sociedad y la economía mundial y española. Esto supondría nuevos desafíos, pero también nuevas oportunidades que convendría explorar.

La gravedad de la situación creada por la pandemia ha elevado el grado de necesidad y urgencia de dar una respuesta adecuada a estos desafíos. La coyuntura extraordinariamente compleja en la que se desenvolverá la economía española en los próximos trimestres y la envergadura de los retos que debe abordar nuestro país en el medio plazo representan una amenaza para la capacidad de crecimiento presente y futura, y, por lo tanto, para el empleo y el bienestar social. Por ello, se requiere una respuesta de política económica ambiciosa³. En algunos casos, esta respuesta debe materializarse a través de nuevas actuaciones en el corto plazo. En otros, estas actuaciones han de aplicarse una vez superado el episodio recesivo actual y sus efectos económicos más adversos, si bien su diseño y comunicación deben acometerse sin dilación. Este es el caso, por ejemplo, en el ámbito de la política fiscal, donde no cabe una retirada prematura de las medidas de estímulo dispuestas en la actualidad, ya que esto aumentaría el riesgo de que el crecimiento económico sufra daños más duraderos, si bien, al mismo tiempo, convendría avanzar en el diseño y anuncio de un plan de consolidación fiscal a medio plazo suficientemente detallado, para su implementación una vez que se haya superado esta crisis.

La respuesta de la política económica debería cristalizarse en forma de una estrategia de crecimiento de medio plazo, integral, ambiciosa y sustentada en amplios consensos. Los retos que condicionan las perspectivas de crecimiento de la economía española y el bienestar de nuestra sociedad están estrechamente relacionados entre sí. Por ello, se necesita una estrategia bien planificada, en la que se valore el impacto que cada decisión de política económica puede tener en

³ Véase [comparecencia del gobernador en la Comisión para la Reconstrucción Social y Económica de España tras el Covid-19 \(Congreso de los Diputados\)](#), el 23 de junio de 2020.

múltiples dimensiones y se alcancen equilibrios entre distintos objetivos que no siempre son compatibles de forma simultánea. Además, el calibre de los desafíos que marcarán el devenir de la economía española en las próximas décadas exige una respuesta ambiciosa en forma de un amplio paquete de reformas de calado. Por último, las medidas de política económica con las que se aborden los retos que enfrenta la economía española deberían gozar de un alto grado de consenso entre los distintos agentes políticos, económicos y sociales, de forma que las bases sobre las que se asiente nuestro crecimiento sean estables y no queden sometidas a los avatares del ciclo político.

En el ámbito financiero, las entidades de crédito españolas y, en términos generales, las europeas deberán hacer frente a un entorno muy exigente en los próximos años. Las entidades de crédito españolas han mejorado la calidad de su balance y han aumentado sus ratios de solvencia de forma significativa en los últimos años, por lo que la posición de partida desde la que han abordado esta crisis, que no se ha originado en el ámbito financiero, es relativamente sólida. No obstante, es probable que la magnitud de la perturbación negativa que han sufrido hogares y empresas en estos últimos meses provoque, con algún desfase, un deterioro en la calidad de la cartera crediticia de las entidades financieras. Este deterioro incidirá negativamente sobre los ratios de rentabilidad del sector, que ya eran reducidas. En un entorno en el que los tipos de interés muy posiblemente permanezcan en niveles muy bajos durante un período más prolongado que el estimado hace solo unos meses, la mejora de la rentabilidad del sector exigirá esfuerzos para reducir costes y aumentar la eficiencia. Además de este reto, que se ha visto intensificado en la coyuntura actual, las entidades de crédito españolas también deberán abordar otros desafíos, de carácter eminentemente global, que ya existían con anterioridad a la crisis del Covid-19, como los asociados a la disrupción digital, al cambio climático y al envejecimiento de la población. Dado el importante papel que desempeña el sector bancario en la economía española, el mayor o menor éxito con el que se resuelvan estos retos tendrá una notable influencia en la intensidad y en la sostenibilidad del crecimiento económico de nuestro país en los próximos años.

Por último, las políticas nacionales deben complementarse con acciones a nivel europeo que incluyan avances decididos en la estructura institucional de la UE y la UEM, aún inconclusa. Esta crisis ha demostrado que, en la medida en que los retos futuros de las economías europeas son fundamentalmente comunes, para resolverlos con éxito es imprescindible dar un mayor peso a las políticas y a las instituciones supranacionales. En materia fiscal, esto requiere, entre otras actuaciones, una ampliación y flexibilización del presupuesto de la UE y el despliegue de nuevos instrumentos genuinamente paneuropeos, de carácter permanente, que permitan una mayor compartición de riesgos entre los Estados miembros. En el ámbito financiero es esencial alcanzar una unión bancaria plena en el área del euro, cuya principal pieza clave pendiente de aprobación es un fondo de garantía de

depósitos europeo. También debe avanzarse en la revisión de aquellos aspectos institucionales y regulatorios que impiden el desarrollo de una verdadera unión de los mercados de capitales en la región.