

INFORME ANUAL

2019

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema



INFORME ANUAL 2019

LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ANTE LA CRISIS DEL COVID-19

Fecha de cierre de datos: 9 de junio de 2020.
Fecha de publicación: 30 de junio de 2020.

1

MENSAJES PRINCIPALES

Mensajes principales 35

2

EL DESARROLLO GLOBAL DE LA CRISIS DEL COVID-19

2.1 La propagación del virus 47

2.2 El impacto económico inicial a escala global 50

2.3 La propagación de la crisis en la UEM 62

Bibliografía 67

Recuadros

2.1 Efectos económicos globales de la crisis
sanitaria 68

3

EL PAPEL DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS ANTE LA PANDEMIA EN EL PLANO INTERNACIONAL

- 3.1 Los objetivos esenciales de las políticas económicas en la actual crisis** 75
- 3.2 Las respuestas de política fiscal** 78
- 3.3 La respuesta multilateral** 85
- 3.4 Las respuestas de política monetaria** 90
 - 3.4.1 Las actuaciones de los grandes bancos centrales 90
 - 3.4.2 Las actuaciones del BCE 94
- 3.5 Las respuestas de las autoridades financieras** 97

Bibliografía 102

Recuadros

- 3.1** La respuesta financiera del FMI a la crisis del Covid-19 103
- 3.2** La flexibilización del marco de garantías del Eurosistema 106
- 3.3** Análisis del impacto del anuncio del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) 108
- 3.4** La importancia de una respuesta de política fiscal coordinada a nivel internacional y su interacción con la política monetaria 110

4

EL IMPACTO DE LA PANDEMIA EN ESPAÑA Y LA RESPUESTA DE LA POLÍTICA ECONÓMICA

- 4.1 La crisis sanitaria en España** 117
- 4.2 El impacto económico inicial** 122
- 4.3 Las políticas económicas adoptadas en España** 134
- 4.4 Las perspectivas económicas para los próximos trimestres** 138
 - 4.4.1 El punto de partida 138
 - 4.4.2 Las principales fuentes de incertidumbre 141
 - 4.4.3 Escenarios macroeconómicos para el medio plazo 154

Bibliografía 157

Recuadros

- 4.1** Evolución reciente y perspectivas para el sector turístico español e implicaciones para el conjunto de la economía 159
- 4.2** Las rentas del trabajo y la posición financiera de los trabajadores más afectados por el Covid-19 164
- 4.3** Evolución de la financiación bancaria para actividades productivas en el contexto de la crisis del Covid-19 168

5

RETOS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ANTE EL ESCENARIO POS-COVID-19

5.1 Principales asignaturas pendientes de la economía española 177

- 5.1.1 Factores que limitan la capacidad de crecimiento de la economía española 177
- 5.1.2 Disfuncionalidades del mercado de trabajo 184
- 5.1.3 La reconstrucción de márgenes de actuación para la política fiscal 188
- 5.1.4 El envejecimiento poblacional 194
- 5.1.5 La desigualdad 198
- 5.1.6 La transición hacia una economía más sostenible 202

5.2 Nuevas realidades económicas tras el Covid-19 207

5.3 Los retos del sector financiero 213

5.4 El papel de Europa: desafíos y respuestas 218

Bibliografía 223

Recuadros

- 5.1** Escenarios alternativos de deuda pública en España en el medio y largo plazo 226
- 5.2** El papel de la inversión pública a escala europea en la recuperación económica 230
- 5.3** Cambios en el modelo empresarial generados por el Covid 19: el teletrabajo 233
- 5.4** El impacto de la crisis en la banca: análisis de la ratio de morosidad 236

Índice de imágenes 239

Publicaciones del Banco de España 241

Siglas, abreviaturas y signos utilizados 242

ÍNDICE DE CUADROS

- 3.1 Medidas de política fiscal en países no europeos 80
- 3.2 Medidas de política fiscal en países europeos 82
- 3.3 Respuesta de los principales bancos multilaterales de desarrollo frente al Covid-19 88
- 3.4 Medidas de política monetaria adoptadas para combatir el impacto del coronavirus 91

- 4.1 Proyección de las principales macromagnitudes de la economía española 155

ÍNDICE DE GRÁFICOS

- 2.1 La pandemia de coronavirus se ha extendido por todo el mundo 48
- 2.2 Los efectos de la pandemia inciden especialmente en los servicios 52
- 2.3 La pandemia ha tenido un fuerte impacto en los mercados financieros internacionales 54
- 2.4 Endurecimiento de las condiciones financieras, incrementos en las primas de riesgo soberano y elevadas variaciones cambiarias 56
- 2.5 Mercados financieros emergentes 57
- 2.6 Canales de transmisión de la pandemia sobre economías emergentes. El ejemplo de América Latina 59
- 2.7 El crecimiento mundial en 2020 se verá muy impactado por la expansión de la pandemia 60
- 2.8 Las medidas de distanciamiento social para la contención de la epidemia 63
- 2.9 La crisis sanitaria provocará una severa contracción económica, de magnitud todavía incierta 64

- 3.1 Deuda pública y tipos de interés oficiales de referencia 76
- 3.2 Magnitud de las medidas presupuestarias aprobadas en economías desarrolladas en respuesta a la pandemia 81
- 3.3 Medidas adoptadas por los principales bancos centrales 94
- 3.4 El BCE ha adoptado un amplio paquete de medidas expansivas de política monetaria 96

- 4.1 La pandemia de coronavirus ha supuesto un reto de salud pública de primera magnitud en España en los últimos meses 118
- 4.2 Dentro de España, la incidencia de la pandemia ha sido muy heterogénea por regiones 121
- 4.3 El PIB de la economía española habría sufrido una contracción sin precedentes en la primera mitad del año 123
- 4.4 La crisis sanitaria ha provocado ajustes muy acusados en indicadores cuantitativos y cualitativos, reales y financieros 125

ÍNDICE DE GRÁFICOS

- 4.5 Las medidas de confinamiento han forzado un cambio drástico en el patrón de consumo de los hogares, fenómeno que se ha visto reflejado en la inflación 128
- 4.6 El impacto de esta crisis sobre el empleo está siendo particularmente acusado 130
- 4.7 La actividad de los servicios se habría resentido con mayor intensidad que la de las manufacturas desde el comienzo de esta crisis 133
- 4.8 La crisis sanitaria está teniendo un impacto muy heterogéneo sobre la actividad económica de las provincias españolas 135
- 4.9 Los superávits externos, el proceso de desendeudamiento del sector privado y la transformación de la estructura productiva han sido elementos distintivos de la última etapa de crecimiento en España 139
- 4.10 Empresas por tamaño y sector en 2019 145
- 4.11 Volumen y peso relativo de los colchones sobre activos ponderados por riesgo (APR) 149
- 4.12 Un número muy significativo de empresas ya se ha dado de baja en los registros de la Seguridad Social 151
- 4.13 Algunos riesgos de naturaleza financiera condicionarán las perspectivas de la economía española en los próximos trimestres 153
- 4.14 Se prevé una contracción muy acusada del PIB de la economía española en 2020 154
- 5.1 Capacidad de crecimiento de la economía española 178
- 5.2 Tamaño empresarial y productividad 179
- 5.3 Capital humano y productividad 182
- 5.4 Tasa de desempleo y tasa de temporalidad de la economía española 184
- 5.5 Capital humano y políticas activas de empleo 187
- 5.6 El reto de garantizar la sostenibilidad de las cuentas públicas 188
- 5.7 Diferencias entre la estructura impositiva de España y la media de la UEM o de la UE en 2018 191
- 5.8 El envejecimiento poblacional en España 195
- 5.9 La desigualdad de renta en España 199
- 5.10 El sistema bancario y los riesgos asociados al cambio climático 206
- 5.11 Evolución reciente de las cadenas globales de valor 210
- 5.12 El comercio digital en España 212
- 5.13 La solvencia y la rentabilidad de las entidades bancarias españolas 214
- 5.14 Ratio de morosidad y crecimiento del PIB 215

ÍNDICE DE ESQUEMAS

- 3.1 La reacción supranacional a la crisis del coronavirus 84
- 5.1 Transformaciones globales tras el Covid-19 y sus efectos en España 208
- 5.2 Respuesta europea a la crisis sanitaria del Covid-19 219

Presentación del gobernador Pablo Hernández de Cos



La pandemia de Covid-19 está teniendo un coste en términos de vidas humanas muy elevado, a pesar de las extraordinarias medidas que se han adoptado con el fin de contener su ritmo de expansión. Además, ha supuesto una profunda disrupción para la sociedad y la economía mundiales en los últimos meses. Como resultado, las dinámicas que caracterizaban el entorno económico global y español a finales de 2019 y principios de 2020 se han visto bruscamente alteradas, y este año el nivel de actividad sufrirá previsiblemente una contracción de una magnitud nunca antes vista en tiempos de paz.

En este contexto, el *Informe Anual 2019* del Banco de España se centra de forma monográfica en la evolución de la crisis sanitaria del Covid-19, en su impacto económico inicial y en las medidas de política económica que se han desplegado para limitar sus efectos adversos. Estos aspectos se abordan desde una perspectiva global, europea y española, en los epígrafes 2, 3 y 4 del Informe. En el quinto y último epígrafe se analizan en detalle los principales desafíos que la economía española deberá abordar en el medio plazo y las líneas maestras que, a juicio del Banco de España, deberían inspirar la respuesta de política económica a aquellos.

Como tuve oportunidad de expresar recientemente en el Congreso¹, muchos de los desafíos actuales de nuestra economía ya existían antes del estallido de la crisis sanitaria, pero esta circunstancia ha incrementado el calibre de su amenaza y la urgencia en darles respuesta. La pandemia ha dado lugar también a nuevos retos, cuya magnitud e implicaciones se presentan aún muy inciertas. La manera con la que la política económica enfrente todos estos desafíos determinará la intensidad y la sostenibilidad del crecimiento económico y del bienestar social de nuestro país en los próximos años.

Naturalmente, la respuesta de la política económica a esta crisis debe adaptarse a la evolución sanitaria de la pandemia. En una primera fase, en la que las medidas

1 Véanse las comparecencias del gobernador ante las [comisiones parlamentarias de Asuntos Económicos y Transformación Digital](#), del 18 de mayo de 2020, y [para la Reconstrucción Social y Económica de España tras el Covid-19](#), del 23 de junio de 2020.

adoptadas para contener la enfermedad supusieron, en la mayoría de los países afectados, la puesta en hibernación de un amplio abanico de ramas de actividad, la severidad, la temporalidad y la globalidad de la perturbación sufrida justificaban la implementación de acciones de política económica contundentes, acotadas en el tiempo y coordinadas a escala internacional.

En efecto, como se detalla en el epígrafe tercero de este Informe, en los últimos meses las autoridades económicas en distintos ámbitos y geografías han desplegado este tipo de terapia de choque, con el objetivo —fundamental— de evitar que la perturbación sanitaria, de naturaleza eminentemente temporal, acabe provocando un deterioro persistente en la capacidad de crecimiento y de recuperación de la economía.

Así, el Banco Central Europeo ha desplegado en el área del euro una batería de medidas de emergencia frente a la crisis, que han sido cruciales para aliviar las tensiones financieras y para mantener el flujo de financiación a la economía, y que también han proporcionado un considerable margen de actuación a las autoridades fiscales en su lucha contra la pandemia y sus efectos económicos. De hecho, la respuesta de las políticas fiscales nacionales ha sido también enérgica, lo que es particularmente importante, dado que es esta parcela de la política económica la que cuenta con los instrumentos más adecuados para luchar contra esta crisis con acciones inmediatas, focalizadas y que pueden y deben acomodarse a la duración —todavía incierta— de esta situación y a la diversa incidencia que la crisis tendrá en los distintos grupos de población y sectores productivos.

A escala europea, es importante reconocer que, incluso con el apoyo de la política monetaria, los desafíos que ha planteado esta perturbación difícilmente podrán ser encarados en solitario por las autoridades nacionales. Dadas las profundas interacciones económicas y financieras entre los diversos países del área del euro, la acción conjunta es la vía más eficaz para garantizar que los efectos económicos de la pandemia son superados en un plazo menor y a un coste más reducido por todos y cada uno de los Estados miembros. En este sentido, tras una respuesta inicial tímida por parte del Consejo Europeo, se está discutiendo en este momento una propuesta de la Comisión Europea para crear un fondo de recuperación europeo. Resulta fundamental aprobar cuanto antes este fondo, que, además,

debe contar con un tamaño proporcional a las necesidades de financiación generadas por la pandemia.

En las últimas semanas hemos entrado en una segunda fase de la crisis, en la que, en un contexto de mayor control de la enfermedad, ha sido posible avanzar, tanto en España como en otros países de nuestro entorno, en planes de desescalada de las medidas de contención inicialmente adoptadas. Esta segunda fase, en la que la economía comienza a reactivarse gradualmente, presenta algunas características relevantes. En primer lugar, la incertidumbre es todavía muy elevada, dado que son numerosas las incógnitas acerca de la evolución que seguirá la enfermedad en los próximos meses. Esta incertidumbre afectará negativamente a las decisiones de consumo y de inversión, y también a las transacciones económicas internacionales. En segundo lugar, minimizar el riesgo de un rebrote de la enfermedad exigirá mantener durante algún tiempo determinadas limitaciones y medidas de seguridad sanitaria. Estas circunstancias, que condicionarán el normal desempeño de la actividad económica, afectarán de forma heterogénea a las distintas ramas productivas. En tercer lugar, en esta fase comenzará a apreciarse en qué medida, a pesar de las acciones de política económica aplicadas, la crisis puede estar produciendo daños de carácter más permanente en el tejido productivo y, por tanto, en nuestra capacidad de crecimiento. También empezarán a vislumbrarse algunos indicios sobre los posibles cambios estructurales que podrían derivarse de la pandemia (por ejemplo, en términos de una trasformación en los procesos de globalización y de digitalización, en los que la economía mundial ha estado inmersa en las últimas décadas).

En este período, la respuesta de política económica deberá combinar dos objetivos: apoyar la recuperación —lo que aconseja evitar una retirada prematura de las medidas de apoyo, pues esto aumentaría el riesgo de que el crecimiento económico sufriera daños más duraderos— y facilitar el ajuste de la economía al escenario que emergerá tras la pandemia.

En el terreno de las políticas monetaria y financiera, a cuyas decisiones a escala europea contribuye el Banco de España como integrante del Eurosistema y del Mecanismo Único de Supervisión, la prioridad debe seguir siendo dar apoyo a la recuperación, facilitar unas condiciones de financiación adecuadas para los

distintos agentes económicos y mantener la estabilidad financiera. Para ello, en relación con la política monetaria, desde el Consejo de Gobierno del BCE hemos reiterado nuestro compromiso de hacer cuanto sea necesario para apoyar la economía del área del euro en esta coyuntura extremadamente difícil. Esto incluye asegurar que la política monetaria del Eurosystema se transmita adecuadamente a todos los sectores de la economía y a todos los países, y evitar la fragmentación financiera del área. En este sentido, seguimos preparados para ajustar todos nuestros instrumentos según proceda.

En materia supervisora, el sector bancario afronta esta crisis desde una situación más saneada que en la recesión anterior, lo que subraya la importancia de la profunda reforma financiera global acometida en la última década. En todo caso, en los próximos meses será preciso continuar ejerciendo una doble vigilancia: por una parte, sobre la capacidad de las entidades de crédito de seguir facilitando la financiación que precisan las empresas, los autónomos y los hogares, y, por otra, sobre los riesgos para la estabilidad financiera derivados de esta crisis.

En relación con la capacidad de provisión de financiación, los supervisores hemos adoptado varias decisiones que, entre otras cuestiones, permiten que las entidades puedan hacer uso de los colchones de capital y liquidez disponibles. Además, la mayoría de los Gobiernos europeos, incluido el español, han aprobado programas de avales públicos a los préstamos a empresas, para mitigar la posible reticencia de los intermediarios financieros a incurrir en mayores riesgos en un contexto como el actual y favorecer que muchas pymes y autónomos puedan seguir financiándose en esta difícil coyuntura. Por el momento, estas medidas han sido efectivas en términos de favorecer el dinamismo del crédito en nuestro país, como se pone de manifiesto en el epígrafe 4 del Informe y como atestiguan los datos de los últimos meses, que evidencian un fuerte repunte del flujo de nuevo crédito concedido por las entidades bancarias a las empresas en España.

En todo caso, mientras persista el elevado nivel de incertidumbre actual, las empresas de menor tamaño y las que se han visto más afectadas por la crisis podrían encontrar dificultades para acceder a la financiación, especialmente en ausencia de instrumentos de apoyo público. Esta posibilidad aconsejaría que, en función de cómo evolucione la actividad económica, se estudie la posibilidad de

extender los mecanismos de garantía pública ya dispuestos, en cuyo rediseño debe primar el acceso a estos recursos por parte 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.

Por otro lado, la crisis tendrá un impacto significativo sobre la calidad de la cartera crediticia de las entidades, que será desigual entre estas, en función de su posición de partida, de su modelo de negocio y de la distribución de sus exposiciones a los sectores y a los territorios más afectados por la pandemia. La magnitud de la perturbación y su evolución incierta nos obligan, por tanto, a vigilar estrechamente los riesgos para la estabilidad financiera derivados de esta crisis, y a estar preparados para dar una respuesta contundente, a escala europea, en caso de que estos se materialicen.

En este sentido, las autoridades económicas —europeas y nacionales— 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 la estabilidad del sistema financiero, pues sabemos que las crisis que incorporan un deterioro financiero significativo suelen ser más profundas y duraderas.

En el terreno de las políticas de ámbito nacional, en esta segunda fase de la crisis deberían extenderse temporalmente y recalibrarse algunas de las medidas ya aplicadas. Así, además de la extensión de los ERTE hasta finales del mes de septiembre, que ha sido aprobada recientemente, parece apropiado mantener también algunos de los instrumentos de apoyo a las rentas de los hogares más vulnerables, si bien es fundamental que se mantenga su carácter focalizado, con un diseño que no distorsione las decisiones, por ejemplo, de participación laboral. En paralelo, debería asegurarse el correcto funcionamiento de los diferentes mecanismos de flexibilidad laboral disponibles para las empresas, cuyo papel es especialmente útil en estas circunstancias para permitir llevar a cabo de manera eficiente los ajustes derivados de la crisis.

Al mismo tiempo, también sería conveniente incorporar nuevas medidas en ámbitos diversos. Las políticas activas de empleo y de formación para desempleados y trabajadores afectados por los ERTE deberían orientarse,

convenientemente rediseñadas, a potenciar la empleabilidad y a facilitar la recolocación de los trabajadores más afectados por la crisis en aquellos sectores o empresas con mayor capacidad de crecimiento. Asimismo, la suspensión de la educación presencial tiene el riesgo de generar un impacto negativo sobre el rendimiento académico de los estudiantes, particularmente en los hogares con menores recursos. En consecuencia, sería deseable dotar al sistema educativo de mecanismos que permitan a todos los alumnos adquirir las cualificaciones necesarias, aun en ausencia de educación presencial. Del mismo modo, resulta urgente revisar los procesos de reestructuración, insolvencia y alivio de la carga financiera de las empresas, al objeto de establecer procedimientos administrativos ágiles y simplificados. Concretamente, las empresas deudoras con dificultades financieras deberían tener la capacidad de acceder a un marco preventivo que les permitiese continuar con su actividad empresarial cuando aún son viables.

La respuesta de política económica en esta segunda fase de la crisis debe contar también con un respaldo decidido de la Unión Europea, que, a través de un impulso fiscal adicional al que desarrolle cada país miembro, permita apoyar la reestructuración del tejido productivo europeo y la recuperación de su capacidad de crecimiento. Para ello, sería recomendable priorizar el uso del mencionado fondo de recuperación europeo en determinadas inversiones que suelen contraerse más en tiempos de incertidumbre y de dificultades financieras. Este es el caso de la inversión en capital tecnológico y en formación. También es el momento de impulsar los proyectos que contribuyan a la transición hacia una economía más sostenible medioambientalmente. La aprobación y la ejecución de este fondo europeo deberían agilizarse en la medida de lo posible. En su diseño, también debería incorporarse la posibilidad de la ampliación de su tamaño, dependiendo de la evolución de la crisis. Este fondo debería ser igualmente el embrión de un mecanismo fiscal permanente de estabilización macrofinanciera a escala europea.

Más allá de las políticas que son necesarias en esta fase de incipiente reactivación económica, con una perspectiva más amplia, el contexto extraordinariamente complejo que contemplan las últimas proyecciones del Banco de España —y las de la inmensa mayoría de los analistas— para los próximos años hace necesaria también la definición de una agenda de reformas dirigida a afrontar los desafíos estructurales de nuestra economía, que con esta crisis se han hecho más

apremiantes. Además, en la medida en que, tras la pandemia, la economía española registrará los mayores niveles de deuda pública en muchas décadas, en parte como consecuencia de la necesaria expansión fiscal en el corto plazo, también resulta fundamental diseñar un plan de saneamiento de las cuentas públicas en el medio plazo. De otro modo, unas ratios de deuda pública sobre el PIB persistentemente elevadas nos mantendrán en una posición de vulnerabilidad crónica ante la eventualidad de que surjan perturbaciones macrofinancieras negativas en el futuro. Estos y otros aspectos prioritarios para volver a posicionar a la economía española en una senda sostenible de crecimiento y creación de empleo constituyen el objeto del epígrafe 5 de este Informe.

Uno de los retos más visibles es el relativo a la necesidad de aumentar la productividad. Esto exige incrementar la inversión pública y privada en capital humano y tecnológico, revisar el modelo educativo, y favorecer el crecimiento y el dinamismo empresarial. La dualidad en el mercado de trabajo y una tasa de paro estructural muy elevada no solo limitan nuestra capacidad de crecimiento, sino que también contribuyen al aumento de la desigualdad. Esto requiere abordar, sin demora, una revisión de las políticas activas de empleo, junto con aquellos aspectos del actual marco regulatorio laboral que favorecen una excesiva disparidad en el grado de protección del que gozan los trabajadores con contratos permanentes frente a los temporales, en los que se ha concentrado el flujo de destrucción de empleo durante la primera fase de esta crisis, como ha sucedido de modo recurrente en episodios recesivos previos. Estas reformas, junto con las medidas de sostenimiento de rentas (como el ingreso mínimo vital, ya aprobado), contribuirían a reducir la desigualdad en nuestro país, cuyos niveles, que eran más elevados al inicio de esta crisis que al comienzo de la anterior, probablemente sufran un repunte adicional en los próximos trimestres, dado que esta crisis está afectando en mayor medida a colectivos que cuentan, en general, con rentas relativamente bajas.

No podemos olvidar tampoco la necesidad de abordar el proceso de envejecimiento poblacional en el que estamos inmersos, que, entre otros aspectos, condicionará muy sensiblemente el comportamiento en las próximas décadas del mercado laboral, las dinámicas de crecimiento y las principales magnitudes fiscales. Asimismo, una vez superada la crisis, las cuentas públicas deben reconstruir sus márgenes de actuación de manera gradual mediante un plan de consolidación

plurianual creíble. Reducir la vulnerabilidad de nuestra economía exige también impulsar el progreso en el diseño institucional del área del euro, hacia la Unión Bancaria plena, la Unión de los Mercados de Capitales y, más en general, hacia una mayor compartición de riesgos en el conjunto de la UEM.

En cualquier caso, todo reto plantea también nuevas oportunidades. La economía española debe ser ágil y proactiva para aprovechar las nuevas posibilidades que surgen del proceso de lucha contra el cambio climático y de transición hacia una economía más sostenible, de los cambios en el modelo de globalización y de la previsible aceleración de la digitalización de la economía. Los análisis desarrollados en este Informe y las valoraciones contenidas en él acerca de la evidencia acumulada en los ámbitos nacional e internacional aspiran a contribuir activamente al debate colectivo sobre estas cuestiones de máximo interés para la economía española.

Abordar los retos citados requiere, de manera urgente, una estrategia ambiciosa, integral, permanente y evaluable de reformas estructurales y de consolidación fiscal en nuestro país. La estrategia deberá ser ambiciosa si verdaderamente se aspira a sentar las bases de un crecimiento más sostenible y equilibrado en el futuro. El diseño y la implementación de las reformas deberían acelerarse, dado que su formulación creíble puede generar efectos positivos sobre las decisiones de gasto, inversión y contratación, incluso en el muy corto plazo. En el caso de la consolidación fiscal, esta ha de aplicarse una vez que la economía recupere una senda de crecimiento sólido, pero su definición y comunicación tempranas comportarían importantes beneficios para la credibilidad de nuestra política económica. Esta estrategia debe presentar, asimismo, un carácter integral, de modo que se tengan en cuenta las múltiples interacciones que existen entre los desafíos que han de abordarse y que, en muchos casos, requieren de acciones a escala internacional y, en particular, europea. Los retos estructurales exigen respuestas estructurales, que perduren en el tiempo. Por ello, las líneas maestras de esta estrategia deberán 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. Finalmente, toda estrategia concebida con un horizonte de medio plazo tendría que ser evaluada de forma rigurosa y continua, con el objetivo de identificar áreas de mejora en su diseño o en su

aplicación. Adoptar esta cultura de evaluación en el diseño e implementación de la política económica debería ser uno de los pilares de la estrategia de crecimiento de la economía española.

Pablo Hernández de Cos

Gobernador del Banco de España

Presentación del *Informe Anual 2019*.

30 de junio de 2020.

Informe Anual en breve

La propagación del virus	<ul style="list-style-type: none">• La epidemia de Covid-19 comenzó en China, con los primeros casos detectados a finales de 2019. Posteriormente se expandió por todo el mundo, convirtiéndose en una pandemia.• El número de contagios y fallecidos ha crecido de manera generalizada en todo el mundo durante los últimos meses, aunque la evolución temporal de la enfermedad y su incidencia han sido desiguales por países.• La mayoría de los países afectados han adoptado distintas medidas de contención, con intensidad variable, aunque con frecuencia se han establecido confinamientos domiciliarios y restricciones a la movilidad.• Conforme la intensidad de la pandemia ha ido remitiendo en algunas zonas, las autoridades han comenzado a poner en marcha planes de normalización de la situación social y económica.• La enfermedad todavía sigue avanzando en varios países y regiones, y preocupan su propagación (especialmente, en los países menos desarrollados) y la posibilidad de nuevos rebrotos en lugares en los que la enfermedad ya se halla relativamente controlada.
El impacto económico inicial a escala global	<ul style="list-style-type: none">• El PIB mundial creció un 2,9 % en 2019, la tasa más baja desde la crisis financiera global. No obstante, a finales de 2019 se observaban señales de estabilización en la economía mundial, debido, en parte, a los efectos positivos sobre la actividad que se derivaban de la consecución de un primer acuerdo comercial entre Estados Unidos y China.• La expansión de la pandemia y las necesarias medidas de contención han alterado de forma abrupta la evolución económica global. La actividad y el empleo han sufrido una caída muy pronunciada, generalizada por zonas geográficas y particularmente intensa en el sector servicios.• El alcance de la disruptión económica es aún incierto, dado que actúan a la vez canales de distinta naturaleza —de oferta, de demanda y financieros—, cuya intensidad y duración son desconocidas.• El Fondo Monetario Internacional prevé que, a pesar de que la pandemia remita en la segunda mitad del año y las medidas de contención se relajen gradualmente, se produzca una caída muy acusada del PIB mundial en 2020, mucho mayor que la registrada en 2009. No obstante, el impacto sería fundamentalmente transitorio, de modo que el Fondo proyecta una recuperación de la actividad a partir de la segunda mitad de este año y unas tasas de crecimiento elevadas a lo largo de 2021.• Las perspectivas para la economía mundial están sujetas a importantes riesgos a la baja, que pueden conducir a una recuperación considerablemente más lenta de lo esperado en la actualidad. Existe una elevada incertidumbre: entre otros factores, sobre la evolución de la pandemia y la eventualidad de rebrotos, la efectividad de las medidas económicas adoptadas, y los efectos de desbordamiento asociados a las interrelaciones financieras y reales entre los países (recuadro 2.1).• Se prevé que América Latina será la región emergente con la mayor contracción del PIB durante 2020, mientras que el repunte de la actividad anticipado para 2021 también será inferior al del resto de las principales economías emergentes. Entre otros factores, esto se debe a la confluencia de algunas características estructurales de la región, como el menor crecimiento potencial, la informalidad elevada en el mercado de trabajo y la fragilidad institucional, que se suman al menor margen disponible para la respuesta de las políticas económicas.
La propagación de la crisis en la UEM	<ul style="list-style-type: none">• El Covid-19 se propagó rápidamente por los países de la zona del euro, que introdujeron medidas de confinamiento estrictas para la contención de la pandemia. Estas medidas implicaron una pérdida brusca y muy severa de la actividad, con un impacto diferenciado por países y sectores.• El PIB de la zona del euro se contrajo un 3,6 % en el primer trimestre, frente al aumento del 0,1% que se esperaba antes de la expansión de la pandemia. La caída de la actividad será, previsiblemente, bastante más acusada en el segundo trimestre.• En esta coyuntura excepcionalmente incierta, el escenario central de las previsiones de junio del Eurosystema apunta a una fuerte contracción de la actividad en el conjunto de 2020.• Esta contracción será mayor que la registrada en la crisis financiera global y será más intensa en varias de las principales economías del área del euro, como España, Italia y Francia. La crisis también está presionando a la baja la inflación en la UEM.• En 2021 se prevé una recuperación intensa, si bien subsiste una elevada incertidumbre respecto al grado de persistencia de los efectos de la pandemia.

Los objetivos esenciales de las políticas económicas en la actual crisis	<ul style="list-style-type: none"> • La crisis sanitaria está requiriendo una reacción de las políticas económicas rápida y contundente, con el objeto de mitigar sus efectos en el corto plazo y asegurar una recuperación vigorosa. • La economía mundial afronta esta crisis desde una situación de mayor debilidad que en episodios recesivos precedentes. En los últimos años, el crecimiento económico global ha estado sostenido fundamentalmente por políticas de demanda extraordinariamente expansivas, en un contexto en el que la tasa de crecimiento potencial a escala mundial mantenía una senda descendente. • La naturaleza de la crisis hace especialmente necesaria la cooperación multilateral, de cara a aplicar una respuesta global y coordinada ante la pandemia y facilitar una salida temprana y firme de la crisis.
Las respuestas de política fiscal	<ul style="list-style-type: none"> • Frente a la emergencia sanitaria, la práctica totalidad de los países han adoptado medidas de política fiscal para financiar el incremento del gasto sanitario y sostener las rentas de familias y empresas. • El paquete de política fiscal de Estados Unidos es particularmente relevante desde un punto de vista cuantitativo y se articula, principalmente, en forma de ayudas directas a hogares, empresas y Gobiernos estatales y locales. • En los países del área del euro, los Gobiernos han adoptado paquetes fiscales heterogéneos, con impactos presupuestarios de distinto calibre. • A escala supranacional europea, se han movilizado varios instrumentos comunitarios para apoyar las medidas adoptadas por los gobiernos nacionales, a través del Banco Europeo de Inversiones, el Mecanismo Europeo de Estabilidad y el recientemente creado Instrumento Europeo de Apoyo Temporal para Mitigar los Riesgos de Desempleo en una Emergencia (SURE) (esquema 3.1). • La propuesta con mayor capacidad de proporcionar un impulso de medio plazo a la economía europea es el Plan de Recuperación para Europa, de la Comisión Europea, que estaría basado en un presupuesto suplementario de 750 mm de euros para la Unión Europea en el período 2021-2027, y se dirigiría a facilitar inversiones y reformas que potencien la capacidad de crecimiento de las economías europeas.
La respuesta multilateral	<ul style="list-style-type: none"> • El Fondo Monetario Internacional ha desplegado con celeridad una amplia batería de medidas (recuadro 3.1). Los principales foros y bancos multilaterales también han reaccionado a esta crisis con distintas iniciativas. • A pesar del despliegue de estas actuaciones multilaterales, la magnitud y la naturaleza de esta crisis ponen de manifiesto la necesidad de profundizar en la estructura institucional multilateral y de intensificar el grado de cooperación internacional evitando el resurgimiento de políticas proteccionistas.
Las respuestas de política monetaria	<ul style="list-style-type: none"> • Las autoridades monetarias de las principales economías avanzadas y emergentes han reaccionado de manera rápida y contundente a la crisis del Covid-19, a través de recortes de los tipos de interés de referencia hasta niveles mínimos y, en muchos casos, mediante instrumentos no convencionales, como la compra de activos a gran escala. • Las actuaciones del BCE: <ul style="list-style-type: none"> — La reacción del BCE a la crisis del Covid-19 ha sido, en general, notablemente más enérgica que tras la crisis financiera de 2008. — Las principales medidas del BCE se han centrado en sus programas de compra de activos y de provisión de financiación a largo plazo. Además, el BCE ha adoptado una serie de medidas temporales de flexibilización de los criterios de admisión de los activos de garantía del Eurosystema (recuadro 3.2). — El objetivo de este amplio paquete de medidas expansivas es, fundamentalmente, contrarrestar los riesgos que tendría una eventual fragmentación financiera del área del euro para el adecuado funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria y para las perspectivas económicas de la región. — Las medidas desplegadas por el BCE estarían contribuyendo a mantener unas condiciones de financiación favorables en el conjunto de la UEM (recuadro 3.3), si bien la profundidad de la crisis pone de manifiesto la importancia de acompañar el estímulo monetario con una respuesta amplia de política fiscal a escala paneuropea (recuadro 3.4).

**Las respuestas
de las
autoridades
financieras**

- En el ámbito prudencial, el BCE y el Comité Supervisión Bancaria de Basilea han impulsado la utilización de los colchones de capital y de liquidez disponibles por parte de las entidades de crédito. Asimismo, las autoridades nacionales competentes han reducido algunos de los requerimientos de capital macroprudenciales, como el colchón de capital anticíclico.
- En el ámbito de la supervisión, se han promovido medidas de flexibilidad operativa, prudencial y regulatoria, mientras que en materia contable se han adoptado medidas para evitar que una aplicación excesivamente mecánica de la normativa sobre provisiones dé lugar a un efecto contractivo desmesurado sobre la oferta de crédito bancario a la economía real.
- Asimismo, el BCE, la Autoridad Bancaria Europea y la Junta Europea de Riesgo Sistémico han recomendado la suspensión temporal del reparto de dividendos y la prudencia en la retribución variable de los empleados, para canalizar la generación de resultados hacia el refuerzo de la solvencia de las entidades.

La crisis sanitaria en España	<ul style="list-style-type: none">La epidemia de Covid-19 ha supuesto un reto de salud pública de primera magnitud en nuestro país en los últimos meses.En marzo y abril, ante la necesidad de frenar el ritmo de contagio de la enfermedad, se optó, como en la mayoría de los países afectados por la pandemia, por imponer severas restricciones a la movilidad de las personas y a ciertas actividades económicas.Desde principios de mayo, en un contexto de mayor control de la pandemia, algunas de estas restricciones han ido relajándose como parte de un proceso gradual de desescalada, lo que se está traduciendo en una reactivación gradual de la economía.No obstante, en ausencia de una vacuna o tratamiento efectivo contra este virus, la economía española sigue siendo vulnerable a un posible rebrote de este, lo que aconseja aplicar, como sugiere la experiencia de algunos países, protocolos de actuación rigurosos que permitan incrementar de forma significativa el número de test que se realizan, identificar y aislar a los contagiados, y realizar un seguimiento estrecho de todas aquellas personas que hayan podido estar en contacto con los casos positivos detectados.
El impacto económico inicial	<ul style="list-style-type: none">Las medidas adoptadas para contener la pandemia han tenido un impacto muy acusado sobre la evolución de la actividad económica en España.El PIB de la economía española sufrió la mayor contracción intertrimestral de su historia, hasta ese momento, en el primer trimestre de 2020, con una caída intertrimestral del 5,2 %. Todas las partidas de gasto privado experimentaron caídas muy significativas, como también lo hicieron las exportaciones, especialmente las de servicios turísticos.Los indicadores de actividad más recientes apuntan a que la caída en el PIB será sensiblemente más intensa en el segundo trimestre, si bien, en ausencia de nuevas perturbaciones, se espera un rebote significativo para la segunda mitad del año.El impacto de esta crisis sobre el empleo está siendo particularmente acusado:<ul style="list-style-type: none">— A la reducción de la afiliación a la Seguridad Social (de 752.000 personas entre mediados de marzo y finales de mayo) se suman los trabajadores afectados por expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE) y los autónomos en cese temporal de actividad (3 y 1,4 millones, a finales de mayo, respectivamente).— Como es habitual en el mercado de trabajo español, la mayor parte del ajuste está recayendo sobre los trabajadores temporales.— El ajuste del empleo está teniendo una incidencia muy heterogénea por sectores: más negativa en los servicios (especialmente, en el comercio minorista, el ocio, la restauración y la hostelería) que en las manufacturas o en el sector primario.
Las políticas económicas adoptadas en España	<ul style="list-style-type: none">La respuesta del Gobierno se ha centrado en cuatro áreas principales:<ul style="list-style-type: none">— El reforzamiento del sistema sanitario.— La protección del empleo.— El apoyo a los hogares más vulnerables.— La provisión de liquidez a empresas y a autónomos.Un objetivo clave es evitar que esta crisis sanitaria, de naturaleza eminentemente temporal, provoque daños significativos en el potencial de crecimiento de la economía, que limiten su capacidad de recuperación posterior como consecuencia de la desaparición de empresas viables o de la destrucción permanente de relaciones laborales.El coste final de las medidas adoptadas será elevado, si bien dependerá, en último término, de la capacidad de estas actuaciones para alcanzar los objetivos propuestos. Además, el coste total de esta crisis para las cuentas públicas dependerá no solo del gasto asociado a las medidas discrecionales aprobadas, sino sobre todo del funcionamiento de los estabilizadores automáticos y de la evolución macroeconómica.

- El punto de partida
 - La economía española afronta la crisis económica causada por la epidemia de Covid-19 después de una larga fase expansiva basada en un patrón de crecimiento más equilibrado que en el pasado, que ha permitido reducir algunos de sus principales desequilibrios macrofinancieros.
 - Durante los últimos años, la economía española ha registrado superávits externos de manera continuada, los hogares y las empresas han reducido notablemente su endeudamiento, y el sector de la construcción y el sector financiero han abordado profundas reestructuraciones.
 - A pesar de estos progresos, la economía española aún presentaba algunas importantes fuentes de vulnerabilidad a finales de 2019, que están condicionando la respuesta a la crisis del Covid-19 y la magnitud de la actual recesión: no se ha logrado corregir el desequilibrio en las cuentas públicas, el mercado laboral sigue caracterizado por tasas de desempleo elevadas y por una excesiva dualidad entre trabajadores fijos y temporales, el crecimiento de la productividad continúa siendo escaso y el nivel de desigualdad es relativamente alto.
- Hacia adelante, las principales fuentes de incertidumbre incluyen:
 - La evolución de la pandemia y el ritmo al que la actividad de los distintos sectores de la economía pueda recuperar una cierta normalidad:
 - No pueden descartarse nuevos rebrotos de la enfermedad, lo que incidirá negativamente sobre las decisiones de gasto e inversión de hogares y empresas.
 - Será necesario mantener algunas restricciones sobre la actividad y la movilidad, lo que ralentizará la vuelta a la normalidad de algunos sectores.
 - Los sectores más afectados por estas restricciones tienen un peso relativamente elevado en nuestro país y emplean una proporción mayor de mujeres, de jóvenes y de trabajadores de rentas bajas que otras ramas de la economía, lo que previsiblemente influirá en el dinamismo de la recuperación (recuadros 4.1 y 4.2).
 - El daño que pueda haberse producido en el tejido productivo y el potencial de crecimiento de la economía, a pesar de las medidas desplegadas para evitarlo:
 - Empleo: la capacidad de los ERTE para proteger el empleo en el medio plazo dependerá de la duración de la crisis y de las condiciones de crecimiento específicas de los sectores y empresas en las que se emplean los trabajadores afectados.
 - Tejido empresarial: la fuerte contracción de la actividad en algunos sectores durante los últimos meses ha generado un acusado aumento de las necesidades de liquidez de empresas y autónomos. Aun a pesar de que el programa de avales aprobado por el Gobierno estaría contribuyendo de manera notable a la cobertura de estas necesidades (recuadro 4.3), existe el riesgo de que algunas empresas sufran problemas de solvencia, como consecuencia del deterioro de su rentabilidad durante esta crisis.
 - La evolución de los mercados financieros y sus posibles implicaciones para las condiciones de financiación de hogares y empresas.
- Escenarios macroeconómicos para el medio plazo:
 - Las últimas proyecciones del Banco de España contemplan diversos escenarios que incorporan diferentes supuestos sobre el ritmo al que puede recuperarse una cierta normalidad, desde el punto de vista tanto sanitario como económico.
 - En todos los escenarios se prevé una contracción muy acusada del PIB de la economía española en 2020, seguida de un repunte sustancial en 2021, aunque sujeto a una incertidumbre muy elevada.
 - No obstante, esta recuperación, compatible con crecimientos intertrimestrales relativamente elevados en la segunda mitad de este año, solo permitiría retornar a niveles de actividad próximos a los previos a la crisis hacia finales de 2022.
 - Estas proyecciones también apuntan a un aumento muy notable y persistente de la deuda y del déficit públicos, así como de la tasa de paro.

- Antes del estallido de la crisis sanitaria, la economía española ya se enfrentaba a importantes retos de medio plazo: la necesidad de aumentar el potencial de crecimiento, de corregir las disfuncionalidades del mercado laboral, de mejorar la sostenibilidad de las cuentas públicas, y de abordar los desafíos asociados con el envejecimiento de la población, la desigualdad y el cambio climático.
- La crisis del Covid-19 ha intensificado el calibre de algunos de estos desafíos y ha planteado varios retos nuevos: esta crisis puede terminar teniendo repercusiones muy relevantes para los procesos de globalización y de digitalización en los que están inmersas la sociedad y la economía mundial y española.
- La gravedad de la situación creada por la pandemia ha acentuado el grado de necesidad y urgencia de dar una respuesta adecuada a estos desafíos.
- La respuesta de la política económica debería incluir una estrategia de crecimiento de medio plazo, integral, ambiciosa y sustentada en amplios consensos, cuyo diseño y puesta en marcha deberían acometerse con prontitud.
- Las políticas nacionales deben complementarse con acciones a escala europea que incluyan avances decididos en la estructura institucional de la UE y la UEM.

Principales asignaturas pendientes de la economía española

- Factores que limitan la capacidad de crecimiento de la economía española
 - La profundidad de esta crisis probablemente provocará algunos daños persistentes en el crecimiento potencial de la economía española, que ya era relativamente reducido antes de esta crisis.
 - El bajo crecimiento de la productividad es el principal factor determinante del modesto crecimiento potencial de la economía española. A su vez, la baja productividad se explica, entre otros aspectos, por el reducido tamaño de las empresas españolas y por menores niveles promedio de capital humano y de capital tecnológico que otras economías de nuestro entorno.
 - En el futuro será necesario profundizar en los motivos, de diversa índole, por los que el tejido empresarial español permanece tan sesgado hacia las compañías pequeñas, y disponer de mecanismos para favorecer el crecimiento empresarial.
 - La desventaja relativa en capital humano de la economía española aconseja un replanteamiento del diseño institucional del sistema educativo, que incluya una revisión profunda del contenido del currículo y del propio sistema de aprendizaje.
 - Es preciso potenciar las palancas de financiación más aptas para el desarrollo de inversiones en innovación. También es esencial reforzar los mecanismos de apoyo a la innovación y mejorar la evaluación y la selección de las carreras investigadoras.
- Disfuncionalidades del mercado de trabajo
 - Las deficiencias estructurales que ha presentado durante décadas el mercado laboral español ayudan a explicar que nuestra economía registre tasas de desempleo significativamente más elevadas que cualquier país de nuestro entorno, incluso en períodos expansivos.
 - Otro de los aspectos diferenciales del mercado laboral español es su elevada tasa de temporalidad, que tiene implicaciones estructurales negativas en muchas dimensiones: aumenta la desigualdad, incide negativamente tanto en la formación de nuevos hogares como en su tamaño, y provoca efectos persistentes sobre las carreras laborales de los trabajadores más afectados y sobre las decisiones de inversión en capital humano.
 - La reducción de la elevada dualidad del mercado español es un objetivo ineludible. Los mecanismos de protección del empleo deberían revisarse para compatibilizar la indispensable protección de los trabajadores con las necesidades de flexibilidad, pero, sobre todo, con el objetivo de alcanzar un reparto más equitativo de la protección entre los trabajadores con diferentes modalidades contractuales.
 - Es imprescindible reforzar las políticas activas de empleo para incrementar el capital humano de los trabajadores y reducir el desempleo de manera permanente, y, en el contexto actual, para favorecer la empleabilidad de los trabajadores más afectados por la crisis y facilitar su transición hacia sectores y empresas con mejores perspectivas de crecimiento.

- La reconstrucción de márgenes de actuación para la política fiscal
 - Las cuentas de las Administraciones Públicas ya presentaban algunos desajustes considerables antes de la pandemia de Covid-19. Desde 2015 no se habrían producido avances reseñables en la disminución del déficit público estructural, mientras que la ratio de deuda pública sobre el PIB se situó en el 95,5% a finales de 2019, solo 5,2 pp por debajo del máximo histórico alcanzado en 2014.
 - Las medidas fiscales adoptadas para paliar los efectos de la pandemia, el inevitable deterioro del entorno macroeconómico y la actuación de los estabilizadores automáticos incidirán muy negativamente en las cuentas públicas.
 - Si bien en el corto plazo la respuesta fiscal a esta crisis debe ser expansiva, en el medio plazo es necesario acometer reformas de calado para reducir el endeudamiento público y reconstruir márgenes para la actuación de la política fiscal ante futuras perturbaciones negativas (recuadro 5.1).
 - Para reconducir el endeudamiento de las Administraciones Públicas a una senda coherente con el cumplimiento de los compromisos derivados del PEC es necesario un programa de consolidación fiscal plurianual que vincule a todas las administraciones.
 - Por el lado de los ingresos, existe margen para redefinir la cesta de impuestos, con el objeto de que favorezca en mayor medida el crecimiento económico. Un elemento distintivo de la fiscalidad española susceptible de reconsideración es el elevado nivel de beneficios fiscales.
 - Por el lado del gasto, sería conveniente incrementar el peso relativo de aquellas partidas relacionadas con la acumulación de capital humano y tecnológico (recuadro 5.2). En paralelo, resulta necesario establecer un mapa claro de prioridades, mejorar la eficiencia del gasto público en todas sus rubricas y reducir aquellos usos de recursos que no revistan un carácter prioritario a luz de las necesidades más relevantes de la economía y la sociedad españolas.
- El envejecimiento poblacional
 - Los cambios demográficos van a tener especial incidencia en España: en los próximos 25 años, España será el país de la UE que sufrirá el mayor incremento en la tasa de dependencia, es decir, la ratio entre la población mayor de 65 años y la población de entre 15 y 64 años.
 - Entre los factores que explican el envejecimiento poblacional en España, destacan el aumento de la esperanza de vida y la caída de la tasa de fecundidad.
 - El envejecimiento de la población presenta notables implicaciones en el ámbito de la política fiscal. En particular, la presión demográfica plantea la necesidad de introducir medidas adicionales para reforzar la sostenibilidad financiera del sistema público de pensiones.
 - El envejecimiento de la población también plantea retos muy relevantes en términos del crecimiento potencial de la economía a través de su impacto sobre el mercado laboral y la productividad de los trabajadores. Para evitar el deterioro de la empleabilidad de los trabajadores a medida que envejecen es fundamental reforzar el papel de las políticas activas de empleo y de la formación continua e introducir algunos cambios en las condiciones laborales.
- La desigualdad
 - La economía española enfrenta la crisis del Covid-19 con un nivel de partida en términos de desigualdad claramente por encima del que se registraba a finales del anterior ciclo expansivo, previo a la crisis de 2008.
 - La crisis del Covid-19 está incidiendo con mayor intensidad sobre los colectivos más vulnerables, lo que previsiblemente supondrá un deterioro adicional en los niveles de desigualdad.
 - Las medidas de protección del empleo y de apoyo a las rentas de los hogares que ha activado el Gobierno en respuesta a esta crisis contribuirán a reducir la vulnerabilidad de los hogares más afectados por esta.
 - Asimismo, el ingreso mínimo vital aprobado recientemente puede constituir una herramienta útil para reducir el nivel de pobreza extrema de colectivos con dificultades estructurales especiales, si bien será conveniente vigilar si este instrumento puede acabar provocando algunos efectos indeseados (por ejemplo, en términos de la capacidad futura de los beneficiarios de generar ingresos o del desplazamiento de determinadas actividades a sectores informales).
 - La reducción de los efectos negativos de la desigualdad también exige actuaciones en muchos otros ámbitos; entre ellos, en el mercado de trabajo y en el acceso a la vivienda.

- La transición hacia una economía más sostenible
 - El cambio climático y la transición hacia una economía más sostenible figuran entre los principales desafíos a los que ya se enfrenta nuestra sociedad. En los últimos años, tanto la UE como España se han posicionado activamente en la lucha contra el cambio climático.
 - Alcanzar los objetivos medioambientales que se han planteado exigirá desplegar una estrategia integral y coordinada a escala internacional.
 - La política fiscal deberá desempeñar un papel preponderante en esta estrategia, tanto para desincentivar las actividades más perjudiciales para el medio ambiente como para impulsar las inversiones públicas y privadas necesarias para desarrollar tecnologías más limpias, y para paliar los costes sociales de la transición.
 - El sector financiero está llamado también a desempeñar un papel fundamental en el proceso de transición hacia una economía más sostenible. Para ello es crucial que el sector incorpore en su proceso de toma de decisiones todos los riesgos asociados al cambio climático y que identifique las oportunidades que se abren en este proceso de transformación.
 - Los supervisores han de asegurarse de que las entidades financieras valoran correctamente los riesgos asociados al cambio climático y los incorporan en la gestión de sus carteras.

- La crisis del Covid-19 ha puesto de manifiesto algunas de las vulnerabilidades asociadas al proceso de globalización. A raíz de la pandemia se han registrado importantes disrupciones en las cadenas globales de suministro, y en muchos países se han observado algunas carencias importantes para satisfacer unos niveles mínimos de demanda interna en algunos bienes de consumo esencial.
- No es descartable que, a la vista de estas vulnerabilidades, algunos países y agentes desarrollen estrategias que contribuyan a una ralentización del proceso de globalización de la economía mundial, adicional a la que ha venido produciéndose en los últimos años como consecuencia de la reaparición de tendencias proteccionistas en algunas de las grandes economías mundiales.
- Frente a estas dinámicas, nuestro país, que ha llevado a cabo un esfuerzo muy considerable de internacionalización de su economía en los últimos años, debe desempeñar un papel de liderazgo en la defensa de un modelo comercial global, basado en las reglas multilaterales y la libre competencia.
- La crisis del Covid-19 también podría alterar significativamente el proceso de digitalización en el que han estado inmersas la economía y la sociedad a escala mundial en los últimos años. Durante el confinamiento, se ha intensificado el recurso al teletrabajo, al comercio a través de canales *online* y, a la docencia a través de Internet. Algunas de estas tendencias podrían revelarse como permanentes e incluso acelerarse en el medio plazo.
- Existe potencial para una mayor implantación del teletrabajo en España, pero esta opción no será igualmente accesible para todos los colectivos de trabajadores (recuadro 5.3). El fomento de esta forma de trabajo exigirá, no obstante, potenciar sus aspectos positivos y tratar de mitigar los posibles inconvenientes.
- Es previsible que el comercio electrónico siga adquiriendo relevancia en los próximos años, lo que podría tener implicaciones muy relevantes en múltiples dimensiones (por ejemplo, en términos de las dinámicas de competencia empresarial y en las de fijación de precios). Es necesario evitar que este proceso de digitalización creciente de las transacciones comerciales, eminentemente global, pueda acabar situando a la economía española en una posición de desventaja competitiva.

Los retos del sector financiero

- Las entidades bancarias españolas continuaron mejorando la calidad de su balance y su nivel de solvencia en 2019, pero la rentabilidad se redujo de forma significativa.
- Es previsible que el intenso impacto adverso de la crisis del Covid-19 sobre la actividad económica provoque, con algún desfase, un deterioro en la calidad de la cartera crediticia de las entidades financieras (recuadro 5.4).
- La materialización de pérdidas en la cartera crediticia supondrá una presión adicional a la baja sobre la rentabilidad del sector bancario. La mejora de la rentabilidad del sector requerirá esfuerzos para reducir los costes de explotación, que podrían lograrse a través de aumentos de la eficiencia.
- Las autoridades supervisoras deberán seguir ejerciendo una vigilancia estrecha para evitar los riesgos para la estabilidad financiera derivados de esta crisis, y estar dispuestas para dar una respuesta contundente, a escala europea, en caso de que estos se materialicen.
- En el período transcurrido desde el inicio de la pandemia no se han percibido signos de endurecimiento generalizado de las condiciones de financiación de las actividades productivas, a lo que han contribuido algunas medidas adoptadas a raíz de la crisis, como el programa de avales públicos del Gobierno y el reforzamiento de los programas de compra de activos y de financiación bancaria del BCE.
- La crisis sanitaria ha puesto de manifiesto la necesidad de abordar con urgencia los retos asociados a la digitalización y a la gestión de los riesgos de ciberseguridad, al entorno de bajos tipos de interés, al cambio climático y al envejecimiento poblacional.

El papel de Europa: desafíos y respuestas

- Muchos de los retos de la economía española no pueden abordarse desde una perspectiva exclusivamente nacional. En muchos ámbitos, la escala natural estratégica de actuación para España es la europea.
- En el corto plazo, la naturaleza de la crisis actual justifica una actuación rápida y contundente del conjunto de la UE para asegurar la recuperación de la economía, preservar el mercado único y reafirmar el proyecto europeo de progreso social y económico. Muchas de las medidas aprobadas por la UE van en esta dirección (SURE, línea de crédito del MEDE, apoyo a la financiación empresarial a través del BEI) (esquema 5.2).
- Un esfuerzo fiscal común centrado en la inversión, como el propuesto por la Comisión Europea en su propuesta de un fondo de recuperación, facilitaría una recuperación vigorosa y un aumento del crecimiento potencial del conjunto de la UE (recuadro 5.2).
- No obstante, se necesita avanzar en el proyecto europeo más allá de las actuaciones adoptadas o de las propuestas planteadas en el marco de la crisis. La profundización de la UE debe pasar irrevocablemente por un mayor peso de los mecanismos supranacionales de compartición de riesgos, incluyendo una ampliación y flexibilización del presupuesto de la UE.
- Un activo seguro común, que operara a una escala suficientemente elevada, beneficiaría a todos los países de la UE: reduciría el vínculo soberano-bancario y mejoraría la integración financiera dentro de la Unión.
- Un mayor peso de la Unión Europea en la política fiscal tiene beneficios para el conjunto de los Estados miembros, pero también debe conllevar una mayor responsabilidad fiscal a escala nacional.
- En el ámbito financiero, es indispensable reforzar la gobernanza europea completando la Unión Bancaria, con la creación de un seguro de depósitos común y eliminando los obstáculos que impiden que exista una verdadera Unión de los Mercados de Capitales en la UE.



1

MENSAJES PRINCIPALES

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 Eurosystema 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 las 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 disruptión 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.



2

EL DESARROLLO GLOBAL DE LA CRISIS DEL COVID-19

2.1 La propagación del virus

La epidemia de SARS-CoV-2 (Covid-19) comenzó en China con los primeros casos detectados a finales de 2019 y, posteriormente, se expandió por todo el mundo, convirtiéndose finalmente en una pandemia. Se cree que la enfermedad surgió a principios de diciembre en Wuhan, capital de la provincia china de Hubei, y fue comunicada a la Organización Mundial de la Salud (OMS) el 31 de diciembre. En los primeros días de enero, el número de infectados en Hubei comenzó a crecer con rapidez y, el 23 de dicho mes, Wuhan impuso la cuarentena a sus habitantes. La propagación del virus fuera de este primer foco fue rápida, de modo que a finales de enero se habían detectado casos en todas las provincias chinas. La expansión internacional de la enfermedad supuestamente tuvo lugar por vía de los flujos internacionales de viajes turísticos o de negocios. Los primeros casos de contagio numeroso que se dieron a conocer fuera de este país asiático se produjeron en Italia y en Corea del Sur, y a principios de marzo de 2020 el virus se extendió con fuerza por Europa. La OMS, que el 30 de enero había calificado el brote de emergencia sanitaria internacional, lo declaró pandemia el 11 de marzo.

El número de contagios y fallecidos ha crecido de manera generalizada en todo el mundo durante los últimos meses. A pesar de los esfuerzos por combatir la enfermedad, la pandemia de Covid-19 supone un reto para la salud pública sin precedentes, por el gran número de contagios y de vidas que se está cobrando. A finales de junio se han infectado más de 9 millones de personas en todo el mundo y el cómputo global de fallecidos supera los 470.000 (véase gráfico 2.1). Entre las economías avanzadas, Estados Unidos acumula el mayor número de contagiados y de fallecimientos, seguido del Reino Unido, Italia, Francia y España. Entre las áreas emergentes, merecen mención especial varios países de América Latina (y, en particular, Brasil), región donde la epidemia llegó con cierto retraso pero que se ha convertido en el epicentro, al registrar el mayor porcentaje de contagiados del mundo en las últimas semanas. Estas cifras, no obstante, enmascaran diferencias en la fiabilidad de los datos entre países, por lo que su comparabilidad es limitada¹. Concretamente, resulta muy incierto el motivo por el que unos países se han visto más afectados que otros, aunque existen algunos factores que podrían explicar estas divergencias, como la estructura de edades y la densidad de la población²,

1 Véase, por ejemplo, el estudio realizado por Oke y Heneghan (2020).

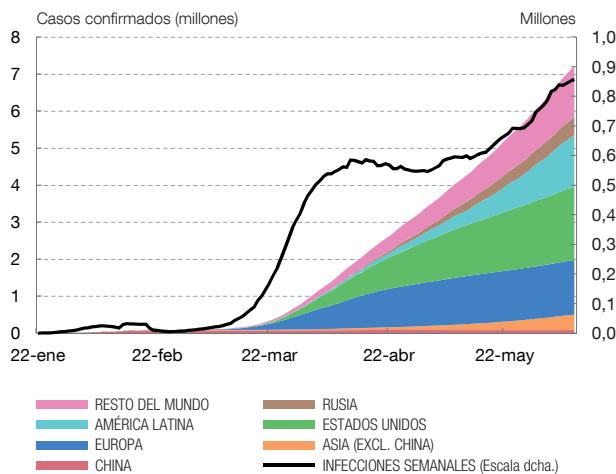
2 *Population Europe*, que es una red de centros de investigación demográfica, mantiene una extensa lista de artículos a este respecto.

Gráfico 2.1

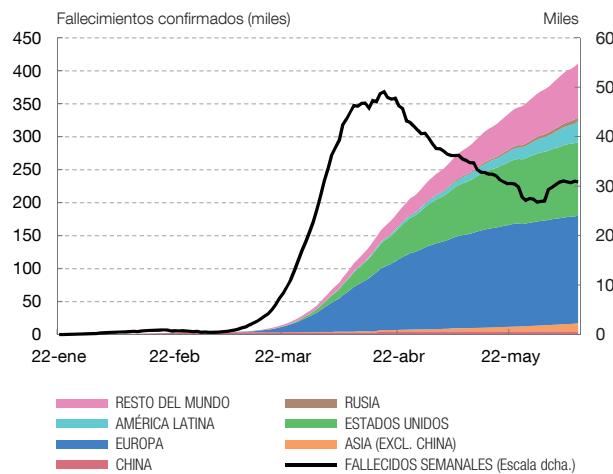
LA PANDEMIA DE CORONAVIRUS SE HA EXTENDIDO POR TODO EL MUNDO

La epidemia de coronavirus, que comenzó en la ciudad china de Wuhan a finales de 2019, se ha convertido en pandemia global, lo que ha obligado a introducir medidas de contención en todo el mundo.

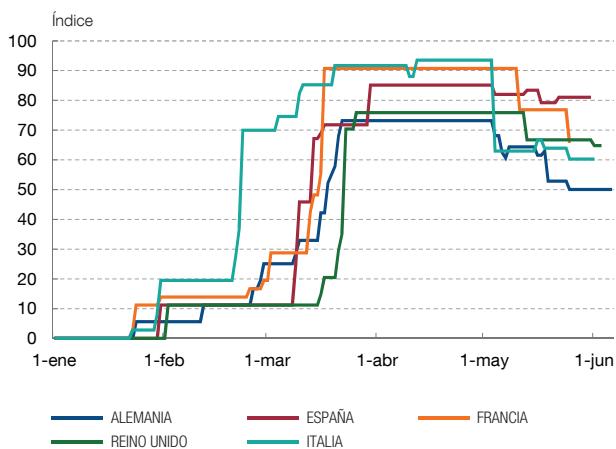
1 INFECCIONES TOTALES Y NUEVOS CASOS SEMANALES



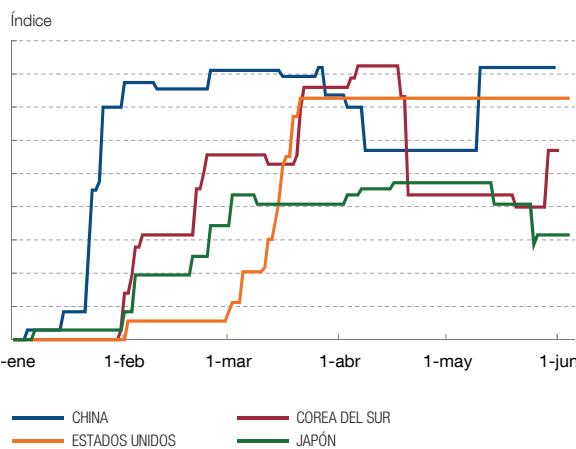
2 FALLECIDOS TOTALES Y DECESOS SEMANALES



3 ÍNDICE DE SEVERIDAD DEL CONFINAMIENTO: EUROPA



4 ÍNDICE DE SEVERIDAD DEL CONFINAMIENTO: RESTO DEL MUNDO



FUENTES: Johns Hopkins University - Coronavirus Resource Center y Oxford COVID-19 Government Response Tracker.



la idiosincrasia de los sistemas sanitarios y la capacidad de estos para acomodar el volumen de hospitalizados como consecuencia del virus, el grado de cumplimiento de las consignas generales de diagnóstico, distanciamiento e higiene³, entre otros.

En respuesta a la rápida expansión inicial de la epidemia en China, las autoridades de este país adoptaron algunas medidas estrictas de distanciamiento social. Estas medidas incluyeron el confinamiento domiciliario masivo de la población de

³ En el *Risk Assessment* del Centro Europeo para la Prevención y el Control de las Enfermedades (ECDC, por sus siglas en inglés) se comentan estos factores para los países europeos.

Wuhan y otras ciudades de la provincia de Hubei a finales de enero, lo que afectó a alrededor de 57 millones de personas. Posteriormente, estas restricciones se extendieron en distinta medida a otras ciudades y provincias. Por otra parte, los eventos multitudinarios y la actividad educativa se cancelaron, al tiempo que se cerraron las atracciones turísticas; asimismo, se decretó una extensión del período vacacional asociado a la festividad del Año Nuevo chino. En el ámbito de la actividad industrial, las fábricas situadas en los focos de contagio tuvieron que suspender la producción o limitarla considerablemente. Además, se establecieron medidas de prevención individual, tales como la desinfección, el uso de mascarillas o el distanciamiento físico.

Otros países fueron adoptando posteriormente medidas de contención con un elevado grado de heterogeneidad, aunque con prevalencia de los confinamientos domiciliarios y las restricciones a la movilidad a gran escala. Conforme el número de infectados comenzó a crecer rápidamente en otras áreas geográficas, las medidas de adoptadas en China se han ido replicando total o parcialmente en otros países⁴ (véase gráfico 2.1). En muchos países europeos y de América Latina o en la India se optó por un confinamiento estricto, donde la población no debía abandonar su vivienda —excepto para satisfacer las necesidades básicas de abastecimiento—, y toda la actividad económica no esencial se paralizó. En contraste, otras zonas geográficas adoptaron un enfoque centrado en la detección temprana de la enfermedad. En Corea del Sur, por ejemplo, tras la realización de test a gran escala, se identificó a las personas susceptibles de haberse contagiado y se les impuso una cuarentena de dos semanas. El grueso de la población, sin embargo, pudo continuar con la actividad cotidiana, sin restricciones generalizadas de la movilidad ni de la apertura de comercios. En todo caso, a pesar de las diferencias en las medidas adoptadas en los distintos países, existen a su vez tendencias comunes, como la reducción de actividades de contacto social, el fomento del teletrabajo y las medidas de higiene y de protección individual.

En aquellos países y regiones en los que la intensidad de la pandemia ha ido remitiendo, las autoridades han comenzado a poner en marcha planes de normalización de la situación social y económica. En la fecha de cierre de este Informe, las medidas de contención se han ido relajando progresivamente en un buen número de países desarrollados, aunque siguiendo estrategias heterogéneas. Con carácter general, estas estrategias están permitiendo una reactivación gradual de la actividad económica, al tiempo que mantienen las medidas de distanciamiento social (en particular, las relacionadas con la limitación de aglomeraciones). Los

4 Los índices de severidad del confinamiento mostrados en los gráficos toman valores entre cero (ausencia de medidas) y cien (medidas más extremas), y se construyen como una media simple de nueve subíndices: campañas de información pública, cierre de centros educativos y centros de trabajo, cancelación de eventos públicos, restricciones al número de asistentes a reuniones o concentraciones, cierre del transporte público, requisitos de confinamiento en la vivienda, limitaciones a la movilidad nacional e internacional. Para más información, véase Hale *et al.* (2020).

países asiáticos, que fueron los primeros en sufrir la epidemia, han sido también los primeros en relajar las medidas de contención. A mediados de marzo, China reanudó toda la actividad industrial y el día 24, comenzó a levantar el confinamiento en la provincia de Hubei. No obstante, se mantienen los controles de temperatura en el transporte público, en los centros de trabajo y en las escuelas primarias, así como los hábitos adoptados durante el confinamiento —como el teletrabajo, el uso de mascarillas o la distancia de seguridad—. Las universidades, sin embargo, continúan cerradas y las clases se imparten virtualmente, mientras que las actividades de ocio que implican aglomeraciones continúan restringidas. Por su parte, en Corea del Sur, donde no se impusieron medidas tan drásticas durante la fase de propagación del virus, las personas susceptibles de estar infectadas deben mantener una «cuarentena voluntaria» de dos semanas, controlada a través de los dispositivos móviles. En América Latina, pese a que el número de contagios sigue aumentando y el pico de la pandemia todavía no se ha alcanzado, algunos países han comenzado a relajar el confinamiento de la población, debido, en parte, al elevado coste económico y social de una economía paralizada, al alto nivel de informalidad en el mercado laboral y al menor espacio fiscal disponible para aplicar políticas expansivas.

En estos momentos, la enfermedad sigue avanzando en algunas zonas y preocupa su propagación, especialmente, en los países menos desarrollados y los posibles rebrotes en lugares donde ya había remitido la primera ola de contagios. La Organización Mundial de la Salud alertaba a finales de junio que la pandemia se estaba acelerando y elevando el número de contagios, especialmente en el continente americano. Y existe el riesgo de que la epidemia se intensifique en zonas geográficas con sistemas sanitarios menos preparados, como es el caso de África. Aunque se han logrado progresos en la investigación para hallar un tratamiento eficaz y una vacuna contra el virus, los procesos son complejos y todavía no se vislumbra un horizonte temporal claro. Por otro, la experiencia de epidemias anteriores sugiere que no ha de descartarse la posibilidad de que haya rebrotes tras el levantamiento de las medidas de contención⁵ en lugares donde la epidemia ya estaba bajo control, tal y como ha sucedido en las últimas semanas en zonas concretas de China, en Corea del Sur o en Alemania.

2.2 El impacto económico inicial a escala global

El PIB mundial creció un 2,9% en 2019, la tasa más baja desde la crisis financiera global y siete décimas inferior a la de 2018. La desaceleración fue generalizada, en gran medida como consecuencia de las tensiones comerciales y el aumento de la incertidumbre —que afectaron, en particular, al comercio, a la inversión y a las manufacturas—, mientras que el sector servicios y el consumo privado

⁵ Dos ejemplos notables los constituyen la pandemia de gripe de 1918 y, más recientemente, el virus H1N1 en 2009. Véanse Jordan (2019) y Nelson *et al.* (2010), respectivamente.

mantuvieron un mayor dinamismo, gracias al buen comportamiento del empleo y al apoyo de políticas expansivas de demanda. En los últimos años, el crecimiento económico global se ha sustentado en políticas de demanda extraordinariamente expansivas, en un contexto en el que la tasa de crecimiento potencial a escala global mantenía una senda descendente. No obstante, a finales de 2019 se observaban señales de estabilización en la economía mundial, debido, en parte, a los avances en el ámbito comercial tras la consecución de un primer acuerdo comercial entre Estados Unidos y China.

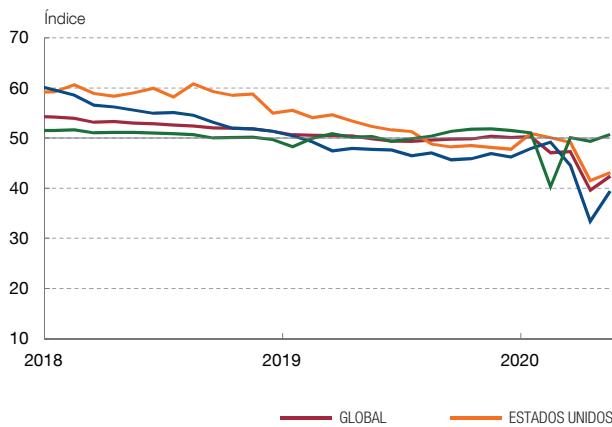
La expansión de la pandemia y las medidas de contención han alterado de forma abrupta la evolución económica global. La necesidad de frenar la propagación de la enfermedad y de evitar el colapso de los sistemas sanitarios llevaron a la mayoría de los países afectados por la pandemia a imponer restricciones severas a la movilidad de las personas y al desempeño de la actividad económica. La evidencia disponible muestra que la actividad y el empleo sufrieron una caída muy pronunciada, generalizada por zonas geográficas y particularmente intensa en el sector servicios (véase gráfico 2.2) y en aquellos países que habían introducido medidas de contención más drásticas. En el primer trimestre, el PIB de China, que fue la primera economía afectada, se redujo un 9,8 % en tasa intertrimestral (una caída del 6,8 % en términos interanuales, frente a un aumento del 6 % en el trimestre anterior). A su vez, en enero y febrero la producción industrial, las ventas minoristas y la inversión acumularon descensos de entre el 15 % y el 25 %, si bien en marzo, abril y mayo estos indicadores ya comenzaron a recuperarse. En el resto de las economías afectadas por la pandemia, de manera análoga a lo observado antes en China, el impacto del Covid-19 y de las medidas adoptadas se ha ido materializando en un deterioro muy marcado de la actividad, ya perceptible de forma parcial en los datos del PIB del primer trimestre y, especialmente, en los indicadores del segundo trimestre. Un ejemplo de lo anterior son los índices PMI de abril, que registraron la caída más acusada de su historia, en particular en el sector servicios. Conforme se relajaban las medidas de contención, estos indicadores han ido repuntando en mayo, pero aún no han recuperado los niveles de principios de año. Por componentes de demanda, el retroceso fue particularmente intenso en los indicadores de consumo y de turismo, y, por ramas productivas, en el transporte de viajeros, en las actividades de ocio y en otros servicios relacionados, actividades cuyo peso conjunto en la actividad es elevado. La destrucción de empleo ha sido especialmente acusada en Estados Unidos, donde la tasa de paro aumentó 10,3 puntos porcentuales (pp) entre marzo y abril, y alcanzó el 14,7 % —el máximo nivel desde 1940—, aunque en mayo se moderó, hasta situarse en el 13,3 %, coincidiendo con el relajamiento del confinamiento. En el resto de las grandes economías avanzadas, con caídas de la actividad comparables a las de Estados Unidos, el desempleo ha crecido notablemente, aunque de forma menos acusada que en ese país, como reflejo de las diferencias institucionales en los mercados de trabajo y del uso generalizado de programas de protección de empleo a corto plazo en Europa. En cuanto a la inflación, en las economías avanzadas, a pesar de los problemas de

Gráfico 2.2

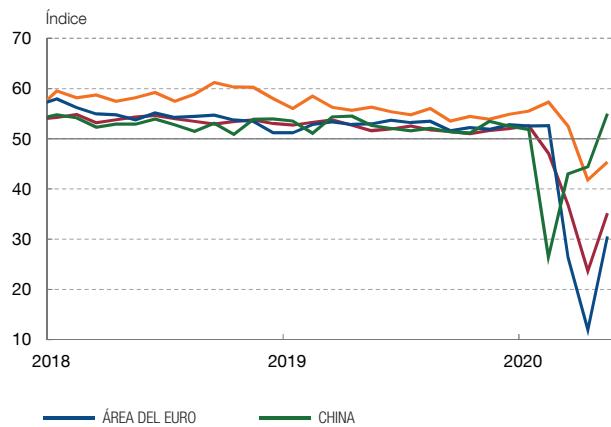
LOS EFECTOS DE LA PANDEMIA INCIDEN ESPECIALMENTE EN LOS SERVICIOS

A lo largo de 2019, las manufacturas se vieron más afectadas por las tensiones comerciales, mientras que los servicios mostraron una mayor robustez. En cambio, la pandemia ha tenido un impacto muy marcado en la actividad, más pronunciado en el sector servicios, especialmente en los países que han adoptado medidas de contención más restrictivas.

1 ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS (PMI) DE MANUFACTURAS



2 ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS (PMI) DE SERVICIOS



FUENTE: IHS Markit.

NOTA: Valores por debajo de 50 señalan contracción.

a Para Estados Unidos se muestra el ISM, que es el índice de gestores de compras más utilizado en este país y es publicado por el Institute Supply Management.



oferta que pueden elevar algunos precios, de momento predominan los efectos desinflacionarios derivados del desplome de la demanda, lo que, junto con la caída de los precios del petróleo, ha ocasionado un descenso en las tasas de inflación generales.

El alcance de la disrupción económica es aún incierto, dado que actúan a la vez canales de distinta naturaleza, cuya intensidad y duración son desconocidas. En primer lugar, la interrupción forzada de la producción incide negativamente en la oferta. Este fenómeno se ve amplificado por el elevado grado de integración del sector manufacturero a escala mundial y por el retroceso de los flujos comerciales. En segundo lugar, las propias medidas de contención y la caída de las rentas de los hogares y de las empresas, así como el aumento de la incertidumbre, han tenido un impacto muy fuerte en los distintos componentes de la demanda. En tercer lugar, se está produciendo una perturbación financiera global, en gran medida asociada también a la mayor incertidumbre, que ha llevado a un endurecimiento de las condiciones de financiación globales, mitigado solo parcialmente por la respuesta de las políticas económicas. Por último, la caída de los precios de las materias primas, como consecuencia de la pérdida de demanda y —en el caso del petróleo— debido a los problemas para acordar ajustes de la oferta, perjudica notablemente a los países productores y da lugar a tensiones en

algunos segmentos de los mercados de capitales más expuestos a este tipo de actividades extractivas.

A pesar de los esfuerzos de las autoridades económicas para contener la crisis, existen riesgos de retroalimentación entre los factores anteriores que pueden deprimir la actividad económica de forma más persistente. Aunque los efectos sobre la salud pública de la epidemia son, en principio, fundamentalmente transitorios⁶, la situación generada puede conllevar daños económicos más persistentes en algunos sectores y cambios en el comportamiento de los agentes. Estas consecuencias pueden acabar afectando al crecimiento potencial, especialmente si se producen rebrotes de la enfermedad y se aplican medidas de respuesta tan drásticas como las adoptadas estos meses pasados, y si la crisis termina activando elementos de disrupción severa en el ámbito financiero. La incertidumbre sobre las perspectivas económicas, la reducción del gasto en consumo e inversión y el aumento del endeudamiento público y privado podrían abocar a un menor ritmo de actividad en el futuro y a un aumento de los flujos de destrucción de empresas y de puestos de trabajo. Esto, a su vez, podría desencadenar un alza de los impagos y un endurecimiento de las condiciones financieras, lo que reduciría el gasto y la renta, en una suerte de círculo vicioso⁷.

En el ámbito financiero, las condiciones en los mercados de capitales internacionales se deterioraron de modo abrupto a finales de febrero, tras la expansión de la crisis sanitaria a escala mundial, revirtiéndose la tendencia de los meses anteriores. Se produjeron caídas de los principales índices bursátiles —con una intensidad que no se había registrado desde la crisis financiera global—, un fuerte aumento en las primas de riesgo de crédito corporativas —que fue especialmente intenso en el segmento de bonos de alto rendimiento— y repuntes de la volatilidad de los precios, que en el caso de los activos de renta variable llegó a alcanzar máximos históricos (véase gráfico 2.3). Así, por ejemplo, en la segunda quincena de marzo los índices bursátiles S&P 500, EUROSTOXX-50 e IBEX-35 llegaron a acumular retrocesos del 34 %, del 33 % y del 39 %, respectivamente, en comparación con los valores máximos alcanzados en febrero.

Las caídas del precio de los activos de riesgo, que inicialmente fueron más abruptas que en la crisis financiera global, comenzaron a revertirse a finales de marzo. Las medidas adoptadas por las autoridades económicas, así como la posterior mejora de la situación sanitaria, han conseguido estabilizar los mercados financieros, lo que se ha reflejado en importantes avances de los índices bursátiles, en recortes de las primas de riesgo de crédito y en caídas de las volatilidades de los

6 No obstante, hay estudios que muestran efectos a largo plazo sobre la salud mental y física. Véanse Deaton y Paxson (1998), Wu *et al.* (2008) o Wu *et al.* (2009).

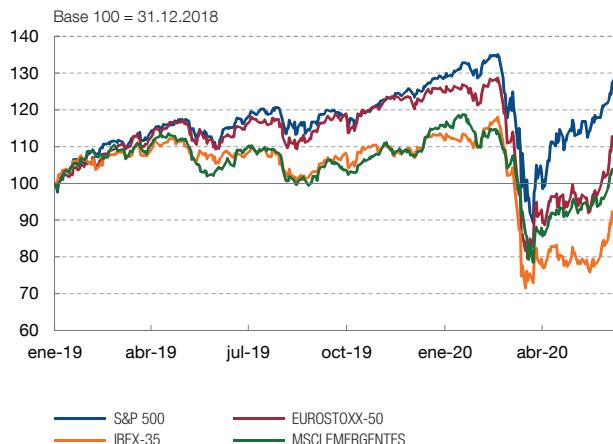
7 Mian *et al.* (2020) sostienen, en el contexto del Covid-19, que un aumento de la deuda puede llevar a una reducción de los tipos de interés y del nivel de actividad, como consecuencia de un excesivo endeudamiento.

Gráfico 2.3

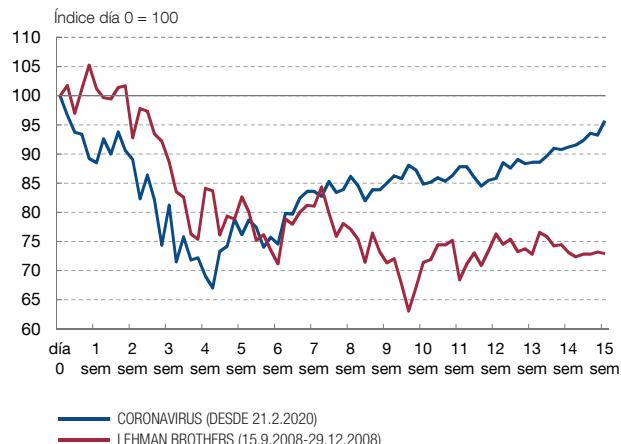
LA PANDEMIA HA TENIDO UN FUERTE IMPACTO EN LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

Se han producido caídas bruscas en los índices bursátiles no observadas desde la crisis financiera de 2008, fuerte aumento en las primas de riesgo de crédito corporativas y repuntes de la volatilidad, que alcanzó máximos históricos en la renta variable. Las medidas adoptadas por los bancos centrales y los Gobiernos, así como la evolución positiva de la crisis sanitaria, han contribuido a revertir gran parte del impacto inicial.

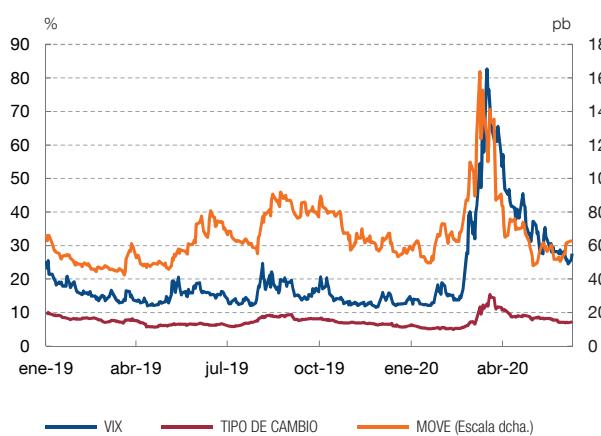
1 ÍNDICES DE BOLSA



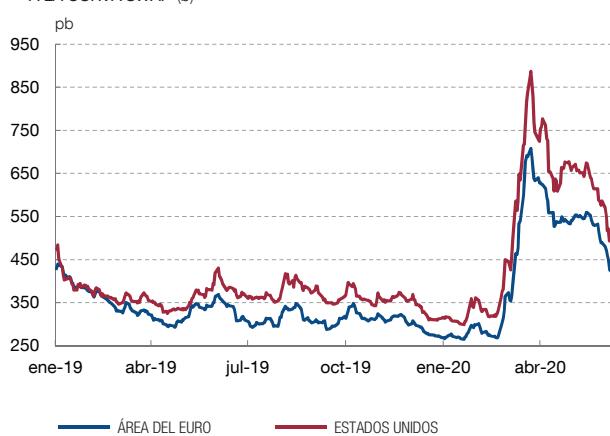
2 S&P 500. EVOLUCIÓN EN PERÍODOS DE INESTABILIDAD BURSÁTIL



3 VOLATILIDADES IMPLÍCITAS (a)



4 DIFERENCIALES DE LOS BONOS DE ALTO RENDIMIENTO RESPECTO A LA CURVA SWAP (b)



FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

a VIX: Índice de volatilidad implícita de opciones sobre el S&P 500. Tipo de cambio: promedio de la volatilidad implícita sobre opciones de dólar/euro, dólar/libra y yen/dólar. MOVE: Índice de volatilidad implícita de opciones sobre bonos del tesoro americano.

b Índice ICE Bank of America Merrill Lynch High Yield.



precios en el período más reciente. En comparación con la crisis financiera global iniciada en 2008, el episodio actual ha provocado descensos en el precio de los activos concentrados en períodos mucho más cortos, si bien hasta ahora no se han llegado a alcanzar las pérdidas acumuladas registradas durante 2008-2009⁸ (véase

8 Así, por ejemplo, el índice S&P 500 acumuló durante la crisis financiera global una caída del 56 %, que se produjo a lo largo de un año y cinco meses. En el caso de la crisis del Covid-19, este mismo índice cayó desde el máximo alcanzado el 19 de febrero hasta el mínimo registrado en marzo (un 34 %).

gráfico 2.3). No obstante, dada la elevada incertidumbre que todavía persiste con respecto a la duración y a la profundidad de la perturbación, podrían surgir nuevas tensiones en los mercados, especialmente si las perspectivas económicas se deterioraran más de lo previsto o si se produjeran rebrotos de la enfermedad.

El retroceso de los índices bursátiles ha afectado a todos los sectores, con especial incidencia en los sectores bancario, de seguros y turístico. En el caso del sector bancario, que ha sido el más afectado a pesar del origen no financiero de esta crisis, las cotizaciones de los índices sectoriales del S&P 500 y del EUROSTOXX han retrocedido algo más de un 20 % y un 30 %, respectivamente, desde la expansión global del virus a finales de febrero hasta el cierre de este Informe.

Los mercados de deuda soberana y los de divisas también se han visto muy afectados. Las rentabilidades a largo plazo en las referencias de mayor calidad crediticia han caído como reflejo de la búsqueda de activos seguros por parte de los inversores y de la expectativa de políticas monetarias más acomodaticias⁹ (véase gráfico 2.4). En el caso de la rentabilidad de la deuda soberana a diez años de Alemania y Estados Unidos, se registraron mínimos históricos a principios de marzo, alcanzando valores del -0,84 % y del 0,49 %, respectivamente. En los mercados de la UEM se produjo un repunte de los diferenciales de rentabilidad frente a la referencia alemana desde el inicio de la crisis sanitaria, que revirtió parcialmente tras el anuncio (el 18 de marzo) de un nuevo programa de compra de activos del BCE (véase gráfico 2.4). En el caso de los mercados de divisas, se observó una depreciación del dólar desde finales de febrero hasta mediados de marzo, que pudo obedecer a que algunos inversores, en un contexto de mayor aversión al riesgo, deshicieron inversiones en dólares financiadas con monedas de áreas con tipos de interés más bajos, como la zona del euro o Japón, y una posterior apreciación de la moneda estadounidense debido a la mayor demanda de esta divisa, que actúa como moneda de reserva mundial y que tuvo una corta duración (véase gráfico 2.4)¹⁰.

Como resultado del clima de creciente aversión al riesgo en los mercados de capitales, las condiciones financieras han pasado a ser más restrictivas. Los movimientos descritos de los precios de los activos financieros han provocado un fuerte endurecimiento de las condiciones financieras en las principales áreas económicas. Esta circunstancia, que se ha revertido en parte y ha sido muy intensa en algunos segmentos del sector financiero de Estados Unidos (véase gráfico 2.4),

9 Durante un breve período se apreciaron también repuntes en la rentabilidad soberana de países como Estados Unidos o Alemania, condicionados por los anuncios de programas gubernamentales de estímulo fiscal y por la mayor demanda de activos líquidos, al tiempo que se observó en la caída del precio de activos considerados refugio, como el oro.

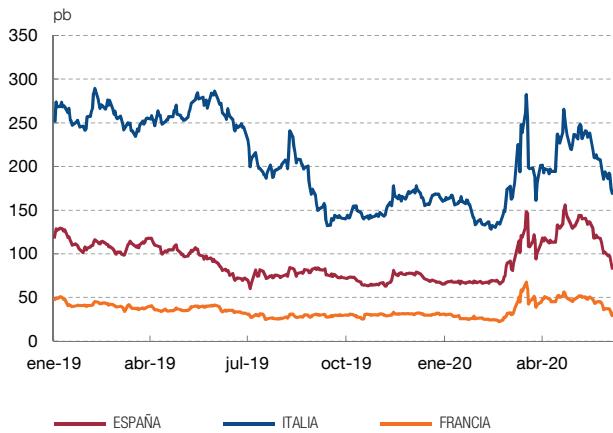
10 La demanda elevada de financiación en dólares se reflejó en el incremento del coste de esta moneda, lo que provocó la acción coordinada de los principales bancos centrales para incrementar la liquidez en dólares en los mercados internacionales.

Gráfico 2.4

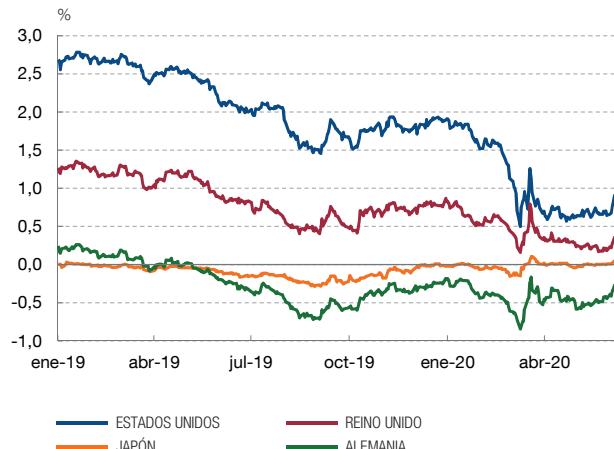
ENDURECIMIENTO DE LAS CONDICIONES FINANCIERAS, INCREMENTOS EN LAS PRIMAS DE RIESGO SOBERANO Y ELEVADAS VARIACIONES CAMBIARIAS

Caídas en la rentabilidad de la deuda soberana de mayor calidad crediticia y aumentos en las primas de riesgo soberano en la zona del euro, que han revertido parcialmente por la actuación del BCE. El dólar ha mostrado movimientos en distinta dirección, influidos inicialmente por el cierre de posiciones de *carry-trade* y más adelante por la evolución de la aversión al riesgo. Fuerte endurecimiento de las condiciones financieras, que se ha revertido parcialmente.

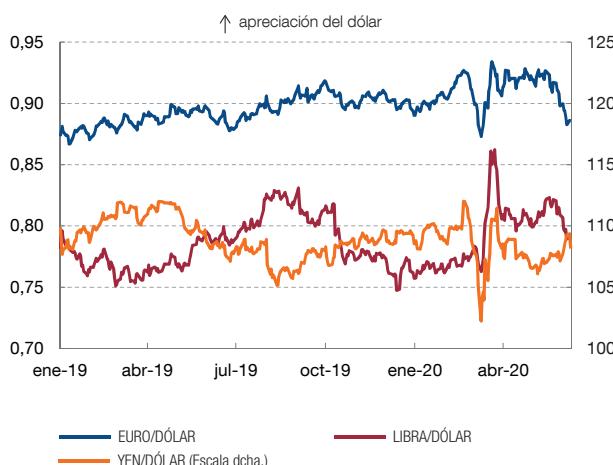
1 DIFERENCIALES DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS FRENTE A ALEMANIA



2 TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



3 TIPOS DE CAMBIO



4 ÍNDICES GOLDMAN SACHS DE CONDICIONES FINANCIERAS



FUENTES: Thomson Reuters Datastream y Bloomberg Data License.



tendrá previsiblemente un impacto adverso en las decisiones de gasto de los distintos sectores, a través tanto de un encarecimiento de la financiación como de los consiguientes efectos riqueza negativos.

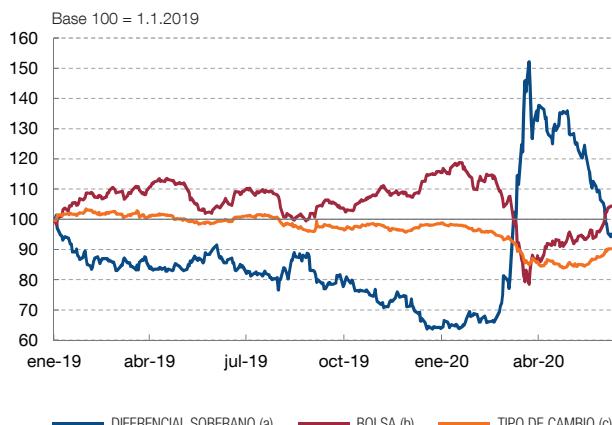
La evolución económica y financiera de las economías emergentes también se está viendo condicionada por la propagación de la epidemia. Desde el punto de vista económico, además de los canales generales de pérdida de la

Gráfico 2.5

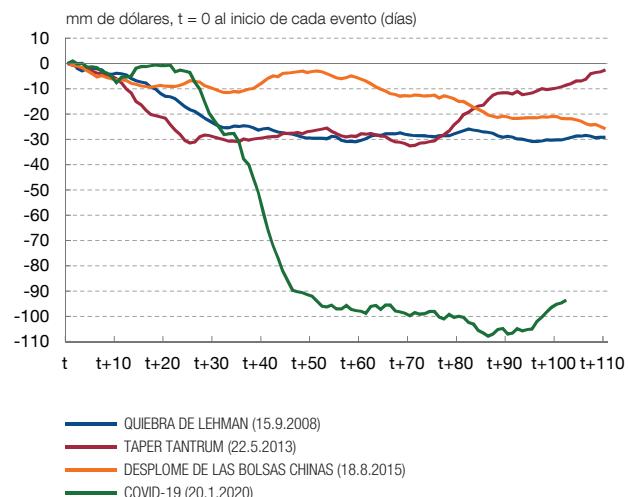
MERCADOS FINANCIEROS EMERGENTES

A lo largo de 2019, los mercados emergentes estuvieron condicionados por las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China. La expansión global de la pandemia provocó la mayor corrección de precios y salidas de capitales desde la crisis de 2008. Las medidas tomadas por las autoridades de las economías avanzadas y de las emergentes estabilizaron los mercados a finales de marzo.

1 CONDICIONES FINANCIERAS EN MERCADOS EMERGENTES



2 FLUJOS DE CAPITALES DE CARTERA A ECONOMÍAS EMERGENTES (ACUMULADOS) (d)



FUENTES: Reuters e Institute for International Finance (IIF).

- a EMBI de JP Morgan.
- b MSCI de emergentes (dólares).
- c EMCI de JP Morgan.
- d Salidas de bolsa y deuda diarias de IIF, que no recogen por completo los flujos de balanza de pagos.



demanda interna (por el efecto directo de las medidas de contención) y de la demanda externa (incluidos los flujos de turismo), estos países se ven afectados de manera específica por la caída de las remesas de emigrantes, por el mayor endurecimiento de las condiciones financieras y por el descenso de los precios de las materias primas en el caso de sus productores. El desplome de la demanda mundial de petróleo ha sido el principal factor que explica el descenso significativo de los precios en la primera mitad del año¹¹. En cuanto a los mercados financieros emergentes, desde finales de febrero hasta finales de marzo se produjo un deterioro muy marcado, con caídas de las bolsas, aumentos de los diferenciales soberanos y depreciaciones de los tipos de cambio ante la huida de los inversores de los activos con más riesgo (véase gráfico 2.5). Así, las salidas de flujos de cartera de deuda y bolsa en ese período (estimadas en torno a los 100 mm de dólares) fueron mucho más rápidas que las observadas en otros momentos de turbulencias de la última década (si bien aún no han llegado a alcanzar la magnitud de las salidas de

11 En particular, la referencia West Texas llegó a cotizar a finales de abril en negativo, por debajo de los -35 dólares el barril, coincidiendo con el vencimiento de los futuros del mes de mayo. El impacto sobre el barril de Brent fue menos intenso, aunque los precios también se corrigieron sustancialmente y cotizaron alrededor de los 20 dólares el barril. Véase Banco de España (2020a).

capitales acumuladas durante toda la crisis financiera global). Todos estos desarrollos adversos comenzaron a mitigarse solo parcialmente desde finales de marzo, gracias a las medidas de estímulo monetario y fiscal aprobadas por las autoridades de las economías emergentes y avanzadas —que incluyeron la reanudación o puesta en marcha de líneas de acceso a dólares por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos— y a determinadas acciones multilaterales, como la concesión de líneas de crédito del Fondo Monetario Internacional. No obstante, persiste un elevado grado de vulnerabilidad exterior en algunas economías emergentes, como es el caso de Turquía, dadas sus elevadas necesidades de financiación externa —especialmente, del sector privado— y el bajo nivel disponible de reservas internacionales.

En el caso de América Latina, la pandemia llegó con cierto retraso respecto a otros lugares, pero posteriormente se convirtió en uno de los principales focos. La región latinoamericana partía de una situación más delicada que el resto de las economías emergentes, por la debilidad observada en el crecimiento desde 2014, tras el fin del ciclo de precios favorables en las materias primas. Además, algunos factores específicos de estos países, como la menor preparación de sus sistemas sanitarios, la informalidad elevada en el mercado laboral o la calidad mejorable de algunas instituciones, han podido actuar como amplificadores del impacto de la crisis sanitaria¹².

Desde el punto de vista económico, cabe destacar que algunos de los canales de transmisión de la crisis actúan en América Latina con mayor intensidad que en otras regiones emergentes. Así, por ejemplo, las materias primas tienen un peso elevado en las exportaciones de las principales economías (en algunos casos, más del 50 % de las exportaciones), por lo que la región ha sufrido una perturbación negativa al empeorar sus términos de intercambio. Asimismo, economías como la mexicana se verán más perjudicadas por la reducción drástica del turismo (véase gráfico 2.6) y de las remesas de los emigrantes. Por otro lado, el efecto negativo de las medidas de confinamiento sobre la demanda interna en las economías latinoamericanas es más pronunciado que en otras regiones emergentes, al estar más cerradas, en términos relativos, a los intercambios de bienes y servicios con el exterior. Además, aunque la mayor parte de las autoridades monetarias y fiscales de América Latina —tras haber consolidado en los últimos años unos marcos de políticas más robustos— han adoptado medidas de respuesta con rapidez, disponen de mucho menor espacio monetario y fiscal que otras regiones y también en relación con el episodio de la crisis de 2008-2009. Como consecuencia de todo ello, los analistas consideran que América Latina será la región emergente con la mayor contracción del PIB durante 2020, mientras que el repunte de la actividad anticipado para 2021 también será inferior al resto de las regiones, debido, por una parte, al crecimiento potencial más bajo de la región y, por otra, a la menor

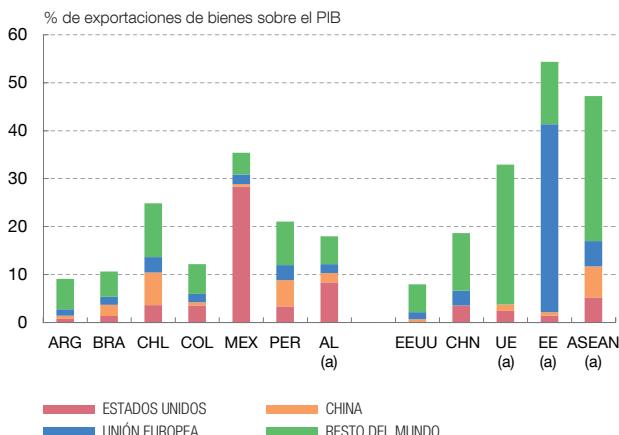
12 Véase Banco de España (2020b).

Gráfico 2.6

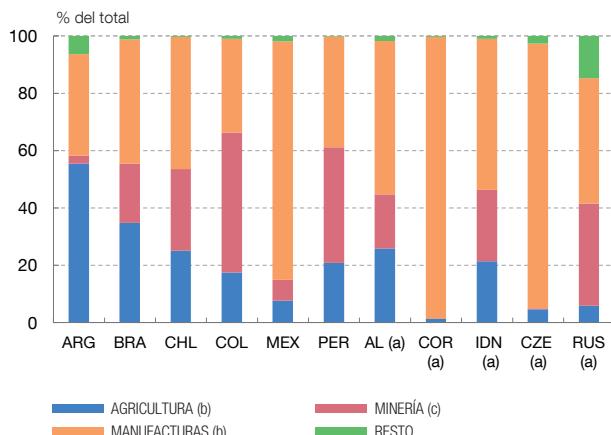
CAÑALES DE TRANSMISIÓN DE LA PANDEMIA SOBRE ECONOMÍAS EMERGENTES. EL EJEMPLO DE AMÉRICA LATINA

Las economías emergentes, además de los canales de pérdida de demanda interna (por las medidas de contención) y de la demanda externa (incluyendo los servicios de turismo), se ven afectadas de manera específica por la caída de las remesas de emigrantes, el mayor endurecimiento de las condiciones financieras y el descenso del precio de las materias primas para los países exportadores.

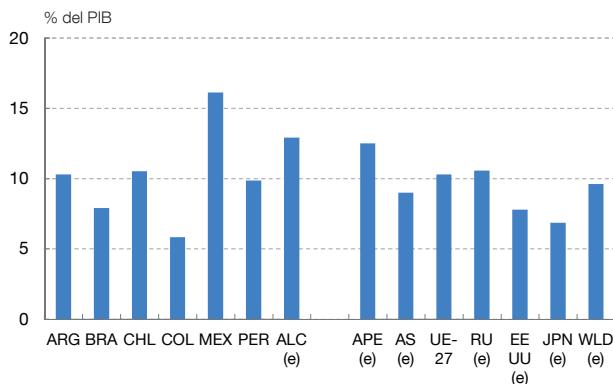
1 EXPOSICIÓN COMERCIAL



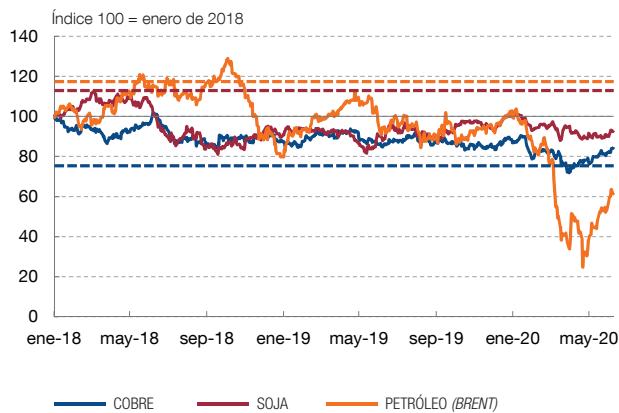
2 COMPOSICIÓN DE LAS EXPORTACIONES, POR TIPO DE PRODUCTO



3 APORTACIÓN DEL TURISMO AL PIB (d)



4 PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS (f)



FUENTES: Thomson Reuters, OCDE, Banco Mundial, UNCTAD-Eora GVC Database y OMC.

- a AL: Agregado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. EE: Europa del Este (UE-13). ASEAN: Asociación de las Naciones del Sudeste Asiático. UE: Unión Europea. COR: Corea del Sur. IDN: Indonesia. CZE: República Checa. RUS: Rusia.
- b El epígrafe de alimentos, bebidas y tabaco se incluye en el agregado de agricultura y no en manufacturas, a diferencia de la fuente original (OCDE).
- c Minería incluye extracción de petróleo.
- d El indicador se refiere a la aportación total del turismo y viajes al PIB e incluye tanto su aportación directa, la indirecta (efectos derivados del gasto en los proveedores y de la inversión pública y privada relacionada con actividades de turismo y viajes) y la inducida (derivada del gasto generado por los trabajadores del sector turístico).
- e ALC: América Latina y Caribe. APE: Este de Asia y Pacífico. AS: Sur de Asia. RU: Reino Unido. EEUU: Estados Unidos. JPN: Japón. WLD: total mundial.
- f Las líneas discontinuas de colores son el promedio de la serie correspondiente entre los años 2005 y 2017.

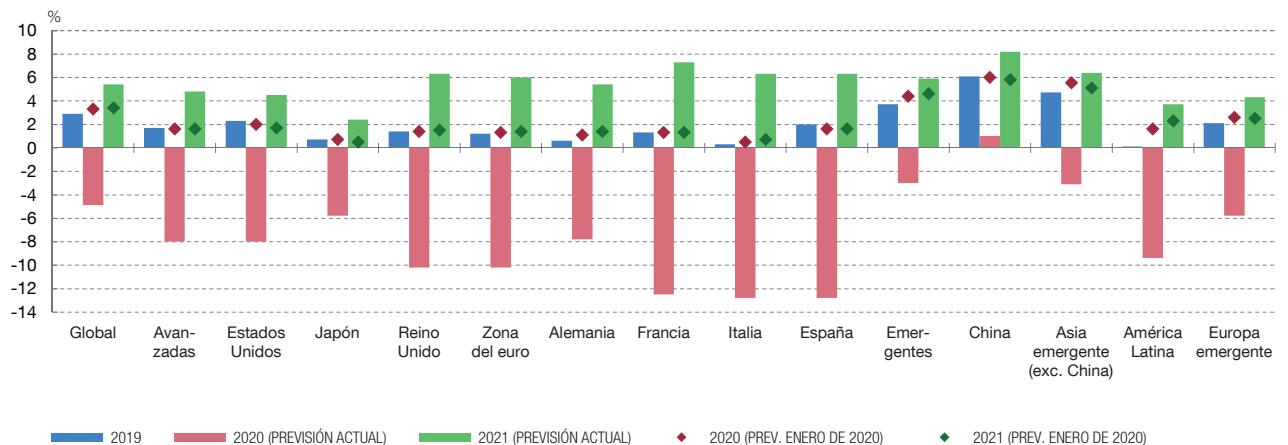


Gráfico 2.7

EL CRECIMIENTO MUNDIAL EN 2020 SE VERÁ MUY IMPACTADO POR LA EXPANSIÓN DE LA PANDEMIA

La evolución económica mundial se ha visto condicionada de forma drástica por la propagación mundial de la pandemia. El impacto negativo sobre la actividad y el comercio internacional se espera que sea muy pronunciado —aunque aún incierto— en 2020. Los organismos internacionales consideran que el impacto sería transitorio con una notable recuperación del crecimiento en 2021.

PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL



FUENTE: Fondo Monetario Internacional (WEO enero de 2020 y WEO abril de 2020).



capacidad de respuesta de las políticas económicas. Además, la evolución negativa del PIB puede afectar especialmente al sector de la población que ha accedido a las clases medias durante las últimas décadas, pues son muy vulnerables ante situaciones de desaceleración económica. Este deterioro de su situación económica podría llevar a revivir las movilizaciones y protestas sociales que se produjeron en varios países de América Latina durante 2019.

En suma, se espera una contracción del PIB mundial para el conjunto de 2020, aunque a partir de la segunda mitad de este año podría comenzar la recuperación paulatina de la actividad. En un contexto de elevada incertidumbre sobre la duración e intensidad de la crisis sanitaria, el Fondo Monetario Internacional prevé, en línea con otras instituciones internacionales, que, si la pandemia remite en la segunda mitad del año y las medidas de contención se relajan gradualmente, se produzca una caída del PIB mundial del 4,9 % en 2020 (mucho mayor que la del -0,1 % de 2009 durante la crisis financiera global) (véase gráfico 2.7). Las principales áreas económicas entrarían, en el corto plazo, en recesión. No obstante, el impacto sería transitorio, de modo que las previsiones del FMI, al igual que las de la mayoría de los analistas, incorporan una recuperación de la actividad a partir de la segunda mitad de este año y unas tasas de crecimiento más elevadas a lo largo de 2021, que en el caso de la economía mundial alcanzaría el 5,4 %.

De cara al futuro, por tanto, resulta clave comprender de qué manera se normalizará la actividad social y económica, una vez controlada la pandemia.

Los países que ya parecen haber superado el período más crítico de la crisis sanitaria, como China, pueden proporcionar algunas referencias¹³. En este país, la estricta cuarentena y otras medidas de contención sanitaria —que afectaron a algunas regiones— se han venido relajando de manera paulatina. En este contexto, las regiones más expuestas a la epidemia, como Hubei, están mostrando una reactivación más lenta que el resto del país. En términos del conjunto de la economía china, a mediados de marzo se reanudó la actividad industrial y, desde entonces, se observa una rápida recuperación, de modo que en abril ya se habían superado los niveles de producción industrial de diciembre del pasado año. Esta mejora se debe, en parte, al dinamismo de las exportaciones —especialmente intenso en los sectores de maquinaria eléctrica, electrónica y equipamiento de comunicaciones, y textiles—, gracias a la recuperación de pedidos, a la sustitución de terceros exportadores afectados por las medidas de contención y a su posición dominante en la producción de cierto material sanitario. No obstante, el consumo y la inversión aún siguen siendo bajos, en un contexto de mantenimiento de algunas medidas de distanciamiento social, de restricciones a la movilidad y de incertidumbre elevada. El mayor deterioro en el consumo se da en los sectores relacionados con el ocio, los bienes duraderos (con la excepción del automóvil) y los de lujo, todos ellos con caídas de entre el 5 % y el 12 % interanual, en contraste con las ventas *online*, que aumentaron de forma notable.

Las perspectivas para la economía mundial están sujetas a importantes riesgos a la baja, que pueden conducir a una recuperación considerablemente más lenta de lo esperado en la actualidad. Distintos factores, cuya evolución es difícil de predecir, pueden afectar a las perspectivas de recuperación de la economía mundial. Entre ellos destacan la propia evolución de la pandemia y la eventualidad de rebrotes posteriores, así como la intensidad y la eficacia de los esfuerzos de contención, la efectividad de las medidas económicas adoptadas, los posibles cambios en el comportamiento de los agentes y la persistencia de la incertidumbre. Atendiendo a este conjunto de factores, el recuadro 2.1 contiene varias simulaciones que aproximan el orden de magnitud de la incertidumbre que rodea la intensidad de la contracción y de la posterior recuperación económica. El ejercicio sirve también para ilustrar que los efectos de la crisis no se distribuirán previsiblemente de forma homogénea por áreas geográficas, dadas las diferencias en las estrategias de contención de la epidemia, en el impacto de los efectos desbordamiento (*spillovers*) provenientes de otras economías, en las estructuras productivas, y en la magnitud y efectividad de la respuesta de las autoridades.

13 Véase Banco de España (2020c).

2.3 La propagación de la crisis en la UEM

El Covid-19 se propagó rápidamente por los países de la zona del euro, que introdujeron medidas de confinamiento estrictas para la contención de la pandemia. Italia fue el primer país europeo afectado ampliamente por el virus, que se propagó con rapidez al resto de los países, aunque con intensidad desigual. A mediados de marzo se había generalizado la aplicación de medidas estrictas de restricciones a la movilidad individual y a la actividad económica, que se prolongaron durante todo el mes de abril. La severidad de las medidas fue desigual entre territorios, lo que tuvo reflejo, por ejemplo, en los indicadores de movilidad ciudadana, que muestran una caída más intensa en España, Italia y Francia durante el período de confinamiento más estricto (véase gráfico 2.8). A lo largo del mes de mayo se inició un proceso muy gradual de relajación de las medidas de contención, con ritmos diferenciados entre los distintos países del área del euro, aunque todavía lejos de la situación de normalidad previa a la crisis sanitaria.

Estas medidas implicaron una pérdida brusca y muy severa de la actividad, en especial en los sectores más afectados, normalmente vinculados a determinados servicios¹⁴. Algunas ramas de actividad, como las de hostelería, restauración, transporte u ocio, se han visto afectadas de manera crítica. Estos sectores representan en torno al 9 % de la economía de la zona del euro, y su peso es mayor en economías como la española o la italiana (véase gráfico 2.8). También la actividad de otros servicios —como el comercio— y de otras ramas de la industria —como la fabricación de maquinaria y equipo, de vehículos, la textil o la construcción— han sufrido una fuerte paralización por las medidas de contención de la pandemia. En su conjunto, las ramas de actividad afectadas de manera más directa por las medidas de confinamiento representan en torno a un 30 % de la actividad de la UEM. La crisis habría provocado una caída en el nivel de actividad de la zona del euro de en torno al 20 % durante el período más estricto de cuarentena, según se desprende de las cifras de Contabilidad Nacional referidas al primer trimestre, con un impacto diferenciado por países y sectores¹⁵.

A pesar de que la crisis irrumpió con fuerza en torno a mediados de marzo, la contracción de la actividad en la zona del euro fue ya muy acusada en el primer trimestre del año. Como ilustra la comparación internacional presentada en el gráfico 2.9, la contracción de los índices PMI del sector servicios durante el mes de marzo fue especialmente fuerte en los países de la zona del euro, donde las medidas de confinamiento han sido, en general, más intensas en términos relativos que en otras regiones. La estimación del PIB del primer trimestre recoge este efecto de forma clara (véase gráfico 2.9). Así, el PIB de la zona del euro se contrajo un 3,6 % en el primer trimestre, frente a un aumento del 0,1 % que se esperaba antes de la expansión de la

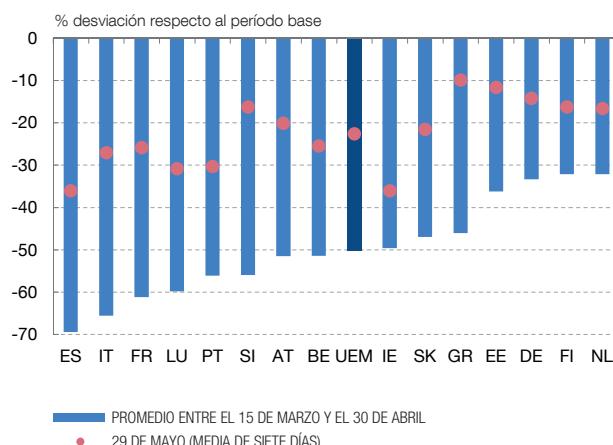
14 Véase Prades y Tello (2020).

15 Véase Banco de España (2020d).

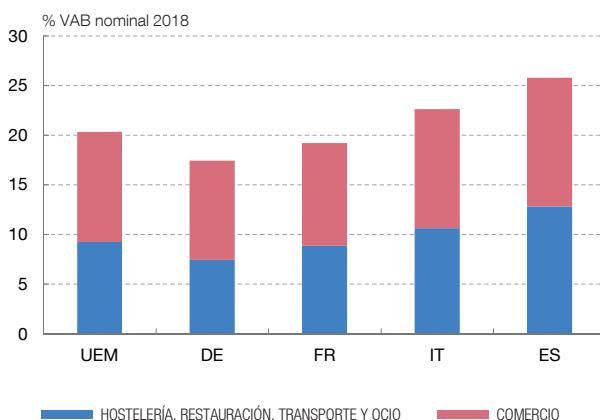
LAS MEDIDAS DE DISTANCIAMIENTO SOCIAL PARA LA CONTENCIÓN DE LA EPIDEMIA

A mediados de marzo se generalizaron medidas drásticas de distanciamiento social en los países de la zona del euro, que se prolongaron durante abril. En mayo se inició una relajación muy gradual. Estas medidas tuvieron un impacto económico severo en sectores como la hostelería, la restauración, el transporte, el ocio o el comercio.

1 ÍNDICES DE MOVILIDAD DE GOOGLE (a). MEDIA DEL ÍNDICE DE MOVILIDAD A CENTROS DE TRABAJO, DE ALIMENTACIÓN Y COMERCIO MINORISTA



2 PESO DE SECTORES MÁS AFECTADOS POR MEDIDAS DE CONFINAMIENTO (b)



FUENTES: Google COVID-19 Community Mobility Reports y Eurostat.

- a El período base de referencia es la mediana, para cada día de la semana, entre el 3 de enero y el 6 de febrero de 2020. La zona del euro es una media ponderada por el PIB.
b La rama de servicios de transporte incluye almacenamiento; la del comercio incluye comercio al por mayor, al por menor y la reparación de vehículos.

DESCARGAR

pandemia. Entre las principales economías del área, la caída fue menos acusada en Alemania (un 2,2 %), donde la incidencia de la enfermedad y la severidad de las medidas de contención han sido más leves, en términos relativos. En cambio, la contracción de la actividad en Francia, Italia y España superó el 5 % intertrimestral.

La caída de la actividad será sustancialmente más acusada en el segundo trimestre. Las medidas generales de distanciamiento social y confinamiento no comenzaron a relajarse de manera gradual hasta mayo, conforme remitía la virulencia de la pandemia. Aunque la actividad económica se reactivó en cierta medida a lo largo de mayo y junio, el impacto económico durante el segundo trimestre será muy elevado, y la contracción podría alcanzar el 13 % en el conjunto de la UEM según las previsiones del Eurosistema de junio¹⁶.

En esta coyuntura excepcionalmente incierta, las perspectivas apuntan a una fuerte contracción de la actividad en el conjunto de 2020, mayor que en la crisis financiera global. La zona del euro partía de una situación de bajo crecimiento

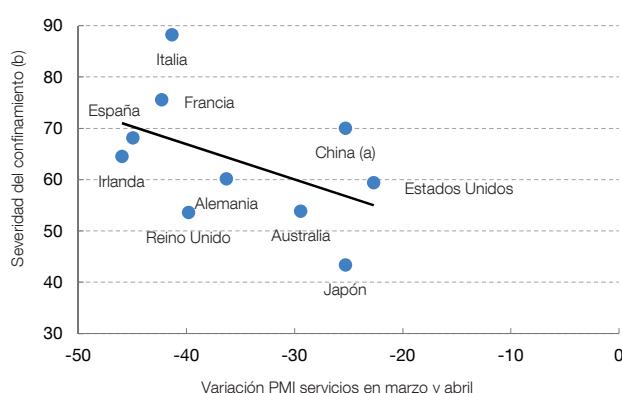
¹⁶ Véanse las Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2020.

Gráfico 2.9

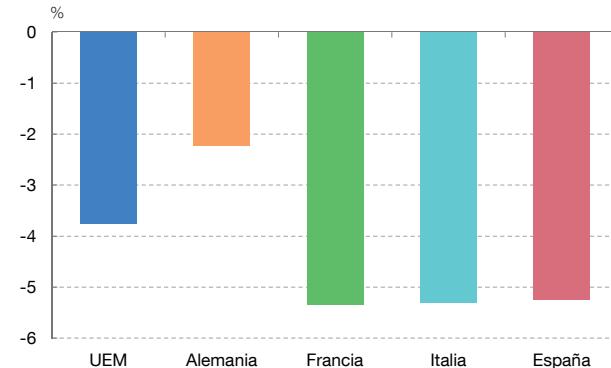
LA CRISIS SANITARIA PROVOCARÁ UNA SEVERA CONTRACCIÓN ECONÓMICA, DE MAGNITUD TODAVÍA INCIERTA

La contracción de la actividad en la zona del euro será muy acusada en el primer semestre del año, siendo el impacto a corto plazo un reflejo de la contundencia y duración de las medidas para contener la pandemia. A pesar de la recuperación de la actividad en la segunda mitad del año, las previsiones anticipan una severa contracción del PIB en 2020, así como menores presiones inflacionistas.

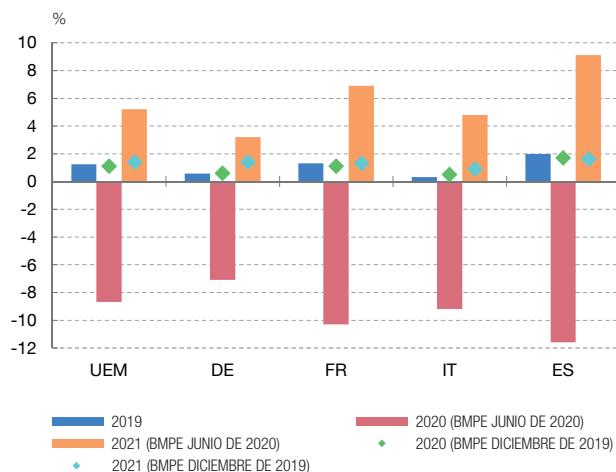
1 CAÍDA DE ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS (PMI) E ÍNDICE DE SEVERIDAD DEL CONFINAMIENTO



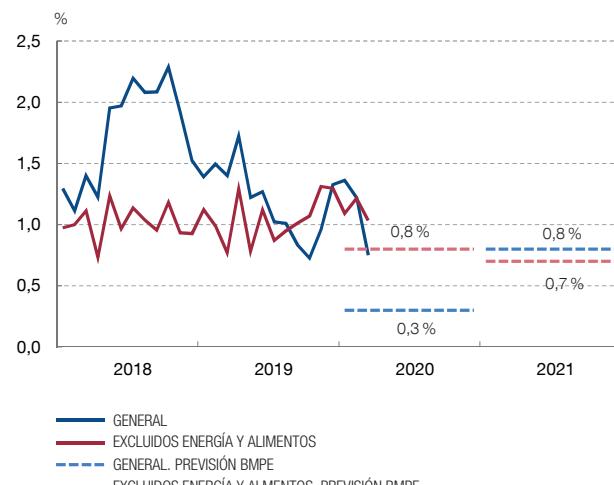
2 PIB DEL PRIMER TRIMESTRE DE 2020. CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL



3 PREVISIÓNES DE CRECIMIENTO DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO (c)



4 INFLACIÓN DEL ÁREA DEL EURO Y PREVISIÓNES BMPE JUNIO (c)



FUENTES: Eurostat, Markit, University of Oxford y BCE.

a Para China, la variación se refiere a febrero.

b Promedio durante marzo y abril del índice diario de severidad de las medidas de contención de la pandemia de la Universidad de Oxford.

c BMPE es el Ejercicio de Previsiones del Eurosistema (Broad Macroeconomic Projection Exercise).



económico, tras desacelerarse hasta un 1,2 % en 2019 —ocho décimas menos que en el año anterior—, por la debilidad del comercio exterior y por la notable contracción de las manufacturas. A finales de 2019, las proyecciones mantenían este escenario de debilidad en 2020, con un crecimiento esperado del PIB para la zona del euro en el entorno del 1 %. Con la irrupción de la pandemia, las previsiones, tanto de analistas privados como de organismos oficiales, anticipan una fuerte contracción del PIB en 2020, de manera generalizada, que será más intensa en varias de las principales economías del área del euro, como España, Italia y Francia (véase gráfico 2.9).

De acuerdo con el escenario central del ejercicio de previsión del Eurosystema de junio, el PIB de la zona del euro podría contraerse un 8,7 % en 2020. La tasa de paro de la zona se elevaría de forma acusada, aproximándose al 10 % de la población activa en 2020 (frente al 7,4 % de finales de 2019).

La crisis también está presionando a la baja la tasa de inflación en la UEM. Tras mantenerse en registros moderados del 1,2 % en el promedio de 2019, las previsiones del Eurosystema de junio apuntan a una reducción de hasta el 0,3 % en 2020, en gran medida como consecuencia de la acusada caída del precio de las materias primas. Asimismo, se unirían los efectos de un descenso menos pronunciado del gasto de los hogares y de las expectativas de inflación de los agentes (véase gráfico 2.9).

En 2021 se prevé una recuperación intensa, si bien subsiste un elevado grado de incertidumbre respecto al grado de persistencia de los efectos de la pandemia. Bajo los supuestos de que esta remita en la segunda mitad del año y de que las medidas de política económica aplicadas sean efectivas, las proyecciones del Eurosystema de junio prevén un aumento del PIB del 5,2 % en 2021 en el área del euro. No obstante, la incertidumbre sobre este perfil de recuperación es elevada, dados los elementos de riesgo para el crecimiento económico global comentados anteriormente en esta sección, que también estarían presentes en el caso del área del euro.

A las incertidumbres sobre las perspectivas económicas derivadas de la pandemia se añade el riesgo de un escenario de no acuerdo entre el Reino Unido y la UE a finales de este año. Esta circunstancia, de confirmarse, implicaría la ausencia de un marco que regule las futuras relaciones entre ambas partes tras la terminación, el 31 de diciembre de 2020, del actual período transitorio. En las últimas semanas se ha constatado la ausencia de avances sustanciales en las negociaciones de ese acuerdo. Tras la conferencia de alto nivel celebrada entre ambas partes, el pasado 15 de junio de 2020, se ha confirmado la intención del Gobierno británico de no extender el actual período transitorio, lo que plantea la necesidad de intensificar las negociaciones en los próximos meses para poder concluir y ratificar un acuerdo antes de final de año.

Alcanzar un acuerdo antes de final de año que evite efectos disruptivos entre ambas economías es altamente deseable. Ambos bloques se encuentran ante una situación de riesgo de ausencia de marco jurídico bilateral, que comportaría que sus relaciones se fijen por las reglas internacionales de la Organización Mundial del Comercio (OMC) bajo el régimen de «nación más favorecida» (cada miembro de la OMC ha de aplicar a cualquier otro miembro el arancel más favorable de los existentes en los países con los que mantiene acuerdos comerciales)¹⁷. Y, si bien se

17 Véase Vega (2019).

ha avanzado en este último año y medio, a escala tanto nacional como de la UE, para hacer frente a los efectos más disruptivos de ese escenario en algunos sectores como el financiero, sería deseable evitar llegar a enero de 2021 sin un acuerdo comercial, al menos de mínimos, que regule las relaciones entre la UE y el Reino Unido. Difícilmente ese acuerdo podrá prever todos los aspectos de la relación futura entre ambas partes, dado el escaso margen de tiempo. Por ello, en el futuro, tendrían que ir perfilándose acuerdos complementarios en aquellos ámbitos que no se consideren imprescindibles para alcanzar uno a final de año.

BIBLIOGRAFÍA

- Banco de España (2020a). «Factores de demanda y oferta en la determinación del precio del petróleo en el contexto del Covid-19», recuadro 2, *Boletín Económico*, 2/2020.
- (2020b). «Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2020», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020.
- (2020c). «La recuperación reciente de la economía china durante el proceso de retirada paulatina de las medidas de contención del Covid-19», recuadro 1, *Boletín Económico*, 2/2020.
- (2020d). «El impacto económico inicial de la crisis sanitaria y las medidas de confinamiento en los países de la zona del euro», recuadro 3, *Boletín Económico*, 2/2020.
- Deaton, A. S., y C. H. Paxson (1998). «Aging and Inequality in Income and Health», *The American Economic Review*, vol. 88, n.º 2, mayo, pp. 248-253.
- Hale, T., N. Angrist, B. Kira, A. Petherick, T. Phillips y S. Webster (2020). *Variation in Government Responses to COVID-19*, Working Paper, Version 5.0, Blavatnik School of Government.
- Jordan, D. (2019). «The Deadliest Flu: The Complete Story of the Discovery and Reconstruction of the 1918 Pandemic Virus», Center for Disease Control and Prevention.
- Mian, A., L. Straub y A. Sufi (2020). *The saving glut of the rich and the rise in household debt*, Working Papers 26941, NBER.
- Nelson, M., y coautores (2010). «Phylogeography of the Spring and Fall Waves of the H1N1/09 Pandemic Influenza Virus in the United States», *Journal of Virology*, 85(2), pp. 828-834.
- Oke, J., y C. Heneghan (2020). *Global Covid-19 Case Fatality Rates*, Centre for Evidence-based Medicine, Universidad de Oxford.
- Prades, E., y P. Tello (2020). «Heterogeneidad en el impacto económico del Covid-19 entre regiones y países del área del euro», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020, Banco de España.
- Vega, J. L. (coord.) (2019). *Brexit: balance de situación y perspectivas*, Documentos Ocasionales, n.º 1905, Banco de España.
- Wu, P., X. Liu, Y. Fang, B. Fan, C. J. Fuller, Z. Guan, Z. Yao, J. Kong, J. Lu e I. J. Litvak (2008). «Alcohol abuse/dependence symptoms among hospital employees exposed to a SARS outbreak», *Alcohol and Alcoholism*, noviembre-diciembre 2008, 43(6), pp. 706-712.
- Wu, P., Y. Fang, Z. Guan, B. Fan, J. Kong, Z. Yao, X. Liu, C. J. Fuller, E. Susser, J. Lu y C. W. Hoven (2009). «The psychological impact of the SARS epidemic on hospital employees in China: exposure, risk perception, and altruistic acceptance of risk», *Canadian Journal of Psychiatry*, mayo, 54(5), pp. 302-311.

EFECTOS ECONÓMICOS GLOBALES DE LA CRISIS SANITARIA

En este recuadro se ilustran los efectos adversos potenciales de la pandemia de Covid-19 y de las medidas para contener su propagación en las principales áreas económicas mundiales sobre la base de varios ejercicios de simulación. En los ejercicios se pone el énfasis en identificar y cuantificar los canales a través de los que se producen estos efectos (demanda interna, turismo, mercados financieros y de materias primas, disrupciones de oferta), la respuesta en curso de las políticas económicas y las interrelaciones entre países.

El alcance de la disrupción que este episodio pueda acabar teniendo resulta muy incierto en estos momentos, no solo por la propia duración de la pandemia y las implicaciones de las medidas de contención y de las respuestas de política económica, sino también porque en este contexto están operando, a la vez, varias perturbaciones económicas de distinta naturaleza. En primer lugar, la interrupción forzada de la producción incide negativamente sobre la oferta. Este fenómeno se ve amplificado por el elevado grado de integración del sector manufacturero a escala mundial y puede tener efectos persistentes sobre el producto potencial. En segundo lugar, la abrupta contracción de la demanda se está reflejando en un menor consumo de los hogares y en un retroceso de la inversión empresarial. En tercer lugar, la perturbación financiera global también puede generar efectos adversos considerables sobre las condiciones de financiación y sobre la riqueza de los agentes, lo que pesaría sobre las decisiones de consumo e inversión. En cuarto lugar, la caída de los precios de las materias primas perjudica a los países productores de estos bienes (si bien impacta positivamente en la renta de los consumidores de estos) y puede dar lugar, como se ha constatado en los últimos meses, a tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros más expuestos a los vaivenes de los precios de estos bienes. Por último, existen riesgos de retroalimentación entre estas perturbaciones que pueden deprimir la actividad económica de forma más persistente. La incertidumbre sobre las perspectivas puede reducir el gasto de consumo e inversión más allá del horizonte de la propia crisis sanitaria, abocando a la destrucción de empresas y de puestos de trabajo, a un aumento de los impagos y al endurecimiento de las condiciones de financiación de

algunos agentes, lo que puede retroalimentar un círculo vicioso y elevar la persistencia de la crisis.

Para ilustrar los posibles órdenes de magnitud de la incidencia de la pandemia y de las medidas de contención sobre la actividad económica, a continuación se muestran los resultados de un conjunto de simulaciones realizadas sobre la base de diversos escenarios hipotéticos a partir del modelo macroeconómico global NiGEM¹. Este modelo presenta un marco simplificado, en el que se captan principalmente los canales que operan a través de la demanda interna, el turismo, los efectos de las variables financieras y los precios de materias primas, si bien también incorpora de manera parcial algunos efectos por el lado de oferta. En cuanto a las políticas económicas, en las simulaciones se asume que estas reaccionan de acuerdo con los patrones históricos habituales², aunque también se incluyen las medidas presupuestarias adoptadas y anunciadas que se detallan en la sección 3 de este epígrafe.

Se consideran tres escenarios hipotéticos, denominados «acotado», «persistente» y de «confinamiento prolongado», que se diferencian en la duración asumida del período de confinamiento, la velocidad a la que se supone que se recuperará la demanda y la posibilidad de que se produzca un tensionamiento en las condiciones financieras globales. Los supuestos técnicos del ejercicio se detallan en el cuadro 1. En estos escenarios, se supone que la crisis afecta de forma generalizada a todas las geografías y que los efectos adversos directos de la pandemia se circunscriben al primer semestre de este año, si bien la incertidumbre acerca del desarrollo futuro de la epidemia sigue siendo elevada, como se argumenta en la sección 2.1 de este epígrafe. En los dos primeros escenarios, se considera que el confinamiento tiene una duración total de ocho semanas, mientras que, en el caso del escenario de «confinamiento prolongado», las medidas de contención más severas se extienden hasta doce semanas. Estos períodos se asumen de manera uniforme para todas las economías simuladas, dada la dificultad de identificar de manera específica la intensidad asociada a las medidas de restricción de la libertad de movimiento de las personas y a la actividad empresarial, así como los momentos de introducción y relajación de

1 La documentación del modelo, desarrollado por el National Institute of Economic and Social Research, está disponible en <https://nimodel.niesr.ac.uk/>.

2 En concreto, se considera que la política monetaria es endógena de acuerdo con una «regla de Taylor» (y las medidas no convencionales suplen la restricción de tipos nominales negativos) y que la política fiscal actúa a través de los estabilizadores automáticos (manteniendo, simultáneamente, un objetivo de saldo presupuestario a medio plazo).

EFECTOS ECONÓMICOS GLOBALES DE LA CRISIS SANITARIA (cont.)

las actuaciones públicas, que han sido muy heterogéneas entre jurisdicciones. En cuanto a la velocidad de la recuperación, en el escenario «acotado» se considera un perfil de actividad más dinámico, asociado a una recuperación rápida de las condiciones financieras y de las compras de bienes duraderos pospuestas durante el confinamiento, que se iría materializando a partir del final del segundo trimestre. Sin embargo, en los otros dos escenarios se incorporan efectos adversos adicionales, derivados de la posibilidad de que la caída inicial de la actividad acabe teniendo una mayor persistencia por un eventual tensionamiento de las condiciones financieras, que harían más perdurables algunos de los elementos

contractivos de la pandemia. El tamaño de las perturbaciones que se aplican a estos escenarios se calibra usando los datos disponibles sobre la reducción de la actividad en China en el primer trimestre de 2020 y las caídas observadas en los mercados financieros y de materias primas a mediados de marzo, así como la evolución observada del producto potencial tras la crisis financiera global iniciada en 2008.

De acuerdo con las simulaciones llevadas a cabo, el crecimiento mundial se reduciría, con respecto a lo esperado antes de la generalización de la pandemia³, en unos 7 pp, 9 pp y 12 pp en 2020 en los escenarios

Cuadro 1
CALIBRACIÓN DE LOS ESCENARIOS

Perturbación	Calibración	Escenario 1 Acotado			Escenario 2 Persistente			Escenario 3 Confinamiento prolongado		
		China	Economías avanzadas	Resto de emergentes	China	Economías avanzadas	Resto de emergentes	China	Economías avanzadas	Resto de emergentes
Demanda interna	Estimaciones del crecimiento del PIB de China en el I TR: -10 % intertrimestral	-10 % durante tres meses; tras la imposición de medidas de contención, se recupera el 40 % del shock en el trimestre siguiente			-10 % durante tres meses; tras la imposición de medidas de contención, la demanda interna se recupera lentamente			-15 % durante tres meses; tras la imposición de medidas de contención, la demanda interna se recupera lentamente		
Oferta	Reducción del PIB potencial en crisis financieras + caída de la inversión + horas trabajadas		La caída de la inversión y de las horas trabajadas afecta al PIB potencial			El PIB potencial se ve afectado adicionalmente por una crisis financiera				
Turismo	Restricciones severas al movimiento de personas			-100 % en el II TR de 2020 y recuperación gradual hasta el III TR de 2021						
Mercados financieros	Bolsas mundiales	Índice MSCI Global desde el inicio de la epidemia	-25 % en el II TR; revierte a los niveles previos rápidamente		-25 % en el II TR; revierte a los niveles previos muy suavemente					
	Prima de riesgo de la inversión	Spread corporativo (media grado de inversión y <i>high yield</i>)	+250 pb en el II TR; revierte a los niveles previos rápidamente		+250 pb en el II TR; revierte a los niveles previos muy suavemente					
Materias primas	Mercado de futuros petróleo			Cambio de los precios del barril de <i>Brent</i> implícito en la curva de futuros						
Política fiscal discrecional	Medidas presupuestarias adoptadas y anunciadas		Las medidas presupuestarias consideradas se corresponden a las detalladas en la sección 3.4 de este epígrafe. El impulso fiscal discrecional promedio es mayor en las economías avanzadas que en las emergentes							
			2/3 se despliegan a lo largo de 2020 y 1/3 en la primera mitad de 2021							
			Estas medidas se han instrumentado generalmente mediante transferencias							

FUENTE: Banco de España.

3 Se toman como referencia las previsiones realizadas por el Fondo Monetario Internacional. Véase *World Economic Outlook: Tentative Stabilization, Sluggish Recovery?*, Fondo Monetario Internacional, enero de 2020.

EFECTOS ECONÓMICOS GLOBALES DE LA CRISIS SANITARIA (cont.)

acotado, persistente y de confinamiento prolongado, respectivamente. Así pues, el crecimiento de la economía global se situaría en registros negativos del -3,7 %, del

-6,1 % y del -8,9 %, respectivamente, en 2020 (véase gráfico 1)⁴. Los efectos más adversos se producirían a través del canal de la demanda interna, seguidos del

Gráfico 1
IMPACTO GLOBAL DE LA CRISIS SANITARIA EN 2020

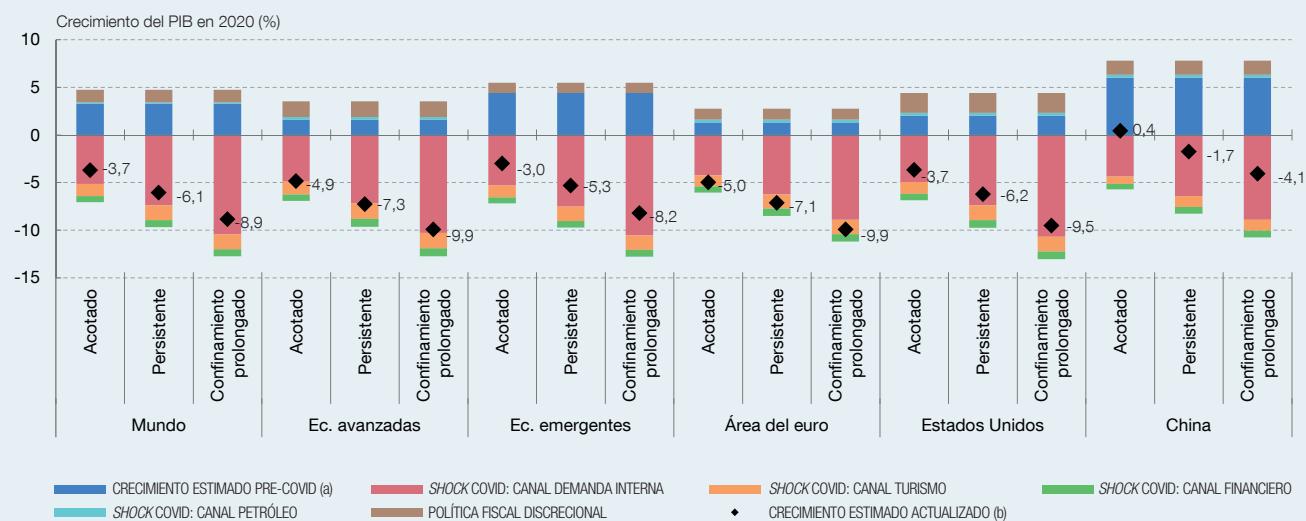


Gráfico 2
EFECTO DE LAS INTERRELACIONES ENTRE ECONOMÍAS EN EL CRECIMIENTO

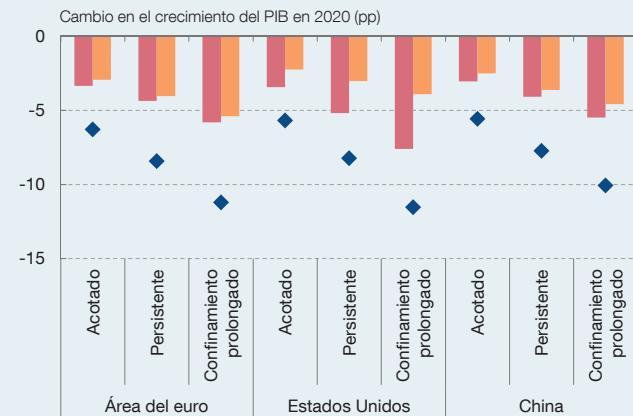
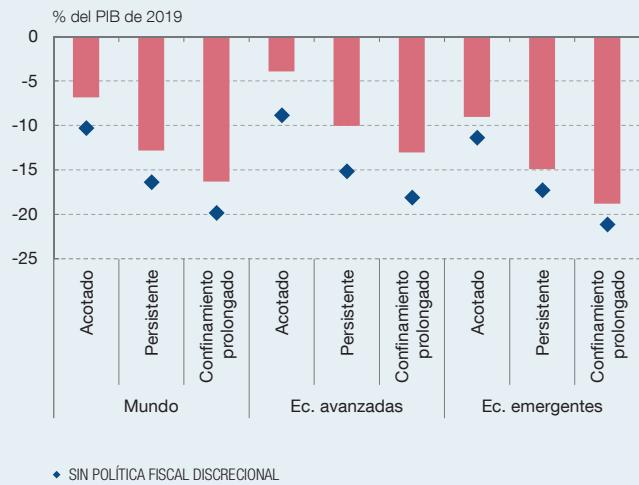


Gráfico 3
PÉRDIDA ACUMULADA DE PIB ENTRE EL I TR DE 2020 Y EL IV TR DE 2021



FUENTES: Banco de España y Fondo Monetario Internacional.

- a Las previsiones pre-Covid consideradas corresponden a las del Fondo Monetario Internacional recogidas en el *WEO Update* de enero de 2020.
b Suma del impacto de los canales tomados de manera individual más el efecto composición (interacción entre los canales).

4 El Fondo Monetario Internacional prevé que el efecto de la pandemia sobre el crecimiento mundial alcanzará -6,3 puntos porcentuales en 2020, suponiendo que las medidas de contención más estrictas duran un total ocho semanas y las restricciones se levantan gradualmente a lo largo de la segunda mitad de 2020; véase *World Economic Outlook: The Great Lockdown*, Fondo Monetario Internacional, abril de 2020. Por su parte, los escenarios considerados por la OCDE reflejan una reducción del PIB mundial en 2020 de entre 6 puntos porcentuales (sin rebrotes) y 7,6 puntos porcentuales (si se produce un rebrote generalizado este año); véase *OECD Economic Outlook, The world economy on a tightrope*, OCDE, junio de 2020. Por último, las proyecciones del Banco Mundial de junio consideran que el crecimiento mundial se reduciría en 7,7 puntos porcentuales; véase «*Pandemic, Recession: The Global Economy in Crisis*», Banco Mundial, junio de 2020.

EFECTOS ECONÓMICOS GLOBALES DE LA CRISIS SANITARIA (cont.)

colapso del sector turístico, mientras que los efectos contractivos de la perturbación financiera son más reducidos. Por áreas geográficas, el impacto es algo más acusado en las economías emergentes que en las avanzadas, debido a un mayor impacto del canal de demanda interna y a un efecto ligeramente contractivo asociado a la caída de los precios de las materias primas, cuyos productores pertenecen en general a este grupo⁵. En cuanto las principales economías mundiales, Estados Unidos sufriría un impacto adverso sobre su crecimiento de 5,7 pp, 8,2 pp y 11,5 pp en cada uno de los tres escenarios, respectivamente, retrocesos similares a los obtenidos para el área del euro (de 6,3 pp, 8,4 pp y 11,2 pp, respectivamente). Por su parte, la magnitud de los impactos en China sería de 5,6 pp, 7,7 pp y 10,1 pp, respectivamente. Los efectos desbordamiento (*spillovers*) asociados a las interrelaciones financieras y reales⁶ entre las distintas economías explican entre un tercio y casi la mitad de estos impactos en el crecimiento, siendo mayores en las áreas más abiertas, como el área del euro (véase gráfico 2). Dado el supuesto de que la crisis sanitaria y las medidas de contención tienen un carácter transitorio, las economías comenzarían a recuperarse a partir del segundo semestre de 2020, de manera que la economía global registraría un avance sustancial en 2021. No obstante, la pérdida acumulada de renta entre 2020 y 2021 se situaría, dependiendo del escenario, entre el 7 % y el 16 % del PIB mundial (véase gráfico 3).

La política fiscal discrecional desempeña un papel determinante a la hora de moderar el impacto de la perturbación y apoyar la recuperación de la actividad

tras la crisis sanitaria. Las medidas presupuestarias adoptadas, comunes en los tres escenarios, consiguen atenuar en 1,2 pp, aproximadamente, la reducción del crecimiento de la economía mundial en 2020 (véase el gráfico 1). El efecto es más acusado en las economías avanzadas, por el mayor impulso fiscal desplegado, que en las emergentes, que detentan un menor espacio fiscal. Estas medidas consiguen limitar la pérdida acumulada de renta mundial en 2020 y 2021, en alrededor de 3,5 pp del PIB, como puede observarse de nuevo en el gráfico 3.

La aún limitada información sobre la evolución de la actividad en la coyuntura actual, la velocidad a la que se están desarrollando los acontecimientos y la ausencia de episodios comparables en las últimas décadas hacen que estas simulaciones estén sujetas a un nivel de incertidumbre inusualmente elevado. En particular, la duración de la pandemia y las implicaciones de las medidas de contención sobre la economía a medio plazo son particularmente inciertas. De prolongarse estas medidas de contención más allá de lo considerado en estos ejercicios o de producirse un significativo rebrote posterior de la enfermedad e implementarse medidas de cuarentena similares a las adoptadas en estos meses pasados, el impacto negativo sobre la economía mundial sería aún más grave⁷. En este contexto, la aplicación coordinada de políticas económicas, como las que se han desplegado en los últimos meses, resulta necesaria para amortiguar los efectos negativos sobre hogares y empresas, y devolver la economía global cuanto antes a una senda de crecimiento sostenido y de creación de empleo.

5 Algunos factores podrían ocasionar que el impacto en las economías emergentes fuera aún más acusado. Por un lado, en las simulaciones se supone que las caídas en los índices bursátiles y los aumentos en las primas de riesgo en las economías emergentes son de la misma magnitud que en las avanzadas. Por otro lado, se asume que las economías emergentes tienen un margen de actuación de las políticas monetarias equiparable al de las avanzadas. Por último, el modelo incorpora unas elasticidades de los precios de las materias primas al PIB inferiores a las estimadas en la literatura empírica para algunos países exportadores de esos productos, lo que podría llevar a que las caídas del PIB fueran superiores a las consideradas en este ejercicio.

6 Estos efectos *spillover* se calculan como la diferencia en el impacto en el PIB considerando todas las economías del modelo y el impacto si no se permite la interrelación de cada economía con terceros países.

7 Para una ilustración de escenarios más adversos, con rebrotos de la epidemia en 2021, véase *World Economic Outlook: The Great Lockdown*, Fondo Monetario Internacional, abril de 2020.



3

EL PAPEL DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS ANTE LA PANDEMIA EN EL PLANO INTERNACIONAL

3 EL PAPEL DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS ANTE LA PANDEMIA EN EL PLANO INTERNACIONAL

3.1 Los objetivos esenciales de las políticas económicas en la actual crisis

La crisis sanitaria está requiriendo una reacción de las políticas económicas rápida y contundente, con el objeto de mitigar sus efectos en el corto plazo y asegurar una recuperación vigorosa. Las disrupciones de oferta y de demanda que el Covid-19 y el confinamiento de la población han causado a nivel global han sido parcialmente contrarrestadas por una reacción amplia de las principales palancas de la política económica. No obstante, en algunos casos, el espacio disponible, tanto en el ámbito fiscal como en el monetario, es más limitado que en el pasado. Esto es consecuencia no solo de los legados de la crisis financiera global (CFG) de 2008, sino también de ciertos elementos estructurales de debilidad, que han condicionado el dinamismo económico mundial en los últimos años y seguirán haciéndolo en el medio plazo.

La economía mundial afronta esta crisis desde una situación de mayor debilidad que en episodios recesivos precedentes. En los últimos años, el crecimiento económico global, relativamente modesto en términos históricos, ha estado sostenido fundamentalmente por políticas de demanda extraordinariamente expansivas, en un contexto en el que la tasa de crecimiento potencial a nivel mundial mantenía una senda descendente. Entre las principales causas de esta debilidad secular se encuentran el envejecimiento de la población¹, que afecta de manera notable a las economías avanzadas y a algunas de las economías emergentes²; las bajas tasas de inversión, en particular, en las economías avanzadas, y la desaceleración del crecimiento de la productividad global. En este período, la actividad económica mundial también se ha visto afectada por el aumento de la desigualdad en muchos países y por la creciente polarización política, aspectos ambos que condicionan el proceso de toma de decisiones de política económica. Además de todos estos retos, cuya incidencia se extiende al medio plazo, antes del estallido de la crisis del Covid-19, la economía global también debía afrontar otros desafíos de gran calado, relativamente más novedosos, como el cambio climático o la digitalización de la economía. Ambos requerirán una profunda adaptación de los agentes económicos, así como importantes actuaciones de las políticas públicas, tanto a nivel regulatorio como en términos de mayores inversiones, y, en el caso particular del cambio climático, una respuesta multilateral decidida.

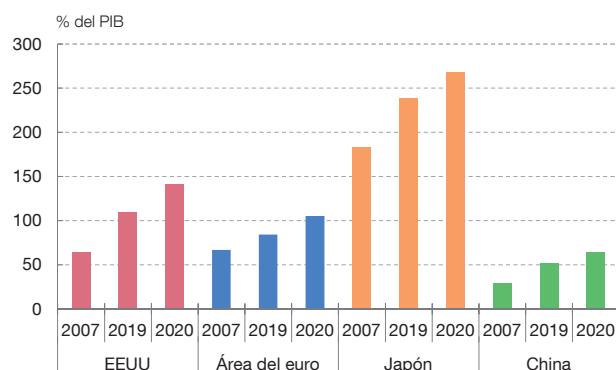
1 Véanse Summers (2015) para una discusión general sobre el *estancamiento secular* y Jimeno *et al.* (2014) para un análisis de las consecuencias de estos desarrollos para las economías europeas.

2 Véanse Banco de España (2019b) para un análisis detallado del caso español y Berganza *et al.* (2020) para un análisis centrado en América Latina.

DEUDA PÚBLICA Y TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DE REFERENCIA

La capacidad de reacción de las políticas económicas ante la pandemia se podría ver limitada por los altos niveles de deuda legados por la crisis financiera, así como por la falta de espacio de la política monetaria. En 2019, el nivel de deuda pública en las principales economías sistémicas se situaba sustancialmente por encima del registrado en los años previos a la CFG. Además, según estimaciones del FMI, se espera que el endeudamiento del sector público crezca entre 10 y 30 puntos de PIB en 2020 en la mayor parte de las economías del mundo como consecuencia de las medidas adoptadas contra la pandemia. Por su parte, los tipos de interés oficiales de referencia en las principales economías avanzadas se situaban muy cerca de su límite inferior, en un entorno de persistencia de las tasas de inflación moderadas.

1 DEUDA PÚBLICA (a)



2 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DE REFERENCIA



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Refinitiv.

a Para el año 2020 se toman las previsiones realizadas por el FMI (WEO junio de 2020).



La enérgica respuesta de las políticas tanto fiscales como monetarias está teniendo lugar en un contexto en el que el margen disponible puede verse condicionado, en algunos casos, por la situación previa a la pandemia de altos niveles de deuda pública y bajos tipos de interés. A finales de 2019, los niveles de deuda en las principales economías sistémicas se situaban muy por encima de los registrados en 2007, antes de la CFG (véase gráfico 3.1.1). Según el FMI³, estos niveles se incrementarán entre 10 y 30 puntos de PIB en 2020 en la mayor parte de las economías avanzadas como consecuencia de las medidas adoptadas contra la pandemia. Esta circunstancia también afecta a las economías emergentes, y en particular a las de América Latina. Además, en esta región, las economías han elevado notablemente su endeudamiento externo desde 2008, denominado principalmente en moneda extranjera, lo que las hace más vulnerables a la reducción de la financiación exterior y a las salidas de capitales. La acumulación de más reservas internacionales que en la anterior crisis solo atenúa parcialmente este problema. Por su parte, antes del estallido de la crisis sanitaria, los tipos de interés en las principales economías avanzadas ya se situaban en niveles muy reducidos (véase gráfico 3.1.2), en un entorno de tasas de inflación persistentemente moderadas y de caídas en el tipo de interés natural⁴.

3 Véase Fondo Monetario Internacional (2020a).

4 Para un análisis detallado del tipo de interés natural, véase Banco de España (2019a).

La respuesta de las políticas económicas a esta crisis, en el ámbito monetario, regulatorio y fiscal, se ha centrado, fundamentalmente, en proporcionar liquidez a los agentes económicos, en evitar un endurecimiento de sus condiciones de financiación y en apoyar sus rentas. Los bancos centrales de las principales economías han desplegado un amplio catálogo de medidas expansivas, en particular, de aumento de sus balances mediante programas de compras de activos y de provisión de liquidez al sector financiero, en un entorno en el que el canal tradicional de reducción de los tipos de interés se encuentra limitado por la cercanía de los tipos de interés a su cota inferior, entendida como el nivel por debajo del cual no es posible reducir los tipos de interés para proporcionar un mayor estímulo monetario (véase epígrafe 3.4). Por su parte, las autoridades macro- y microprudenciales y las autoridades responsables de la aplicación de las normas contables han permitido una relajación de ciertos requisitos regulatorios para favorecer el dinamismo del crédito al sector privado (véase epígrafe 3.5). En el caso de la política fiscal, la reacción ha sido más desigual a nivel internacional y, posiblemente, muestra la mayor o menor fortaleza de las finanzas públicas en cada país. La respuesta se ha ido calibrando a medida que las consecuencias de la pandemia y del confinamiento se reflejaban en la economía (véase epígrafe 3.2). En general, estas medidas han ido dirigidas a apoyar las rentas de los hogares y las empresas y a proporcionarles liquidez para hacer frente a sus pagos inmediatos, además de a preservar unas condiciones de financiación favorables para los distintos agentes económicos.

La naturaleza global de la crisis hace especialmente necesaria la cooperación internacional en la respuesta ante la pandemia. Un buen manejo de la crisis sanitaria a nivel nacional es imprescindible, pero no garantiza una salida rápida de la crisis económica si la pandemia continúa afectando a otras regiones y, con ello, a la demanda externa global. En un entorno en el que el espacio de las políticas fiscales y monetarias a escala nacional, en ocasiones, puede verse limitado, se debe aprovechar al máximo la capacidad de las instituciones multilaterales para coordinar las políticas económicas y canalizar flujos de financiación a los países más golpeados por esta pandemia y con menos recursos propios para afrontarla (véase epígrafe 3.3). En el caso de las economías en desarrollo, conviene poner a su disposición un mayor flujo de liquidez en moneda extranjera, mediante líneas de crédito, y aplicar medidas para aliviar las cargas financieras. En las economías avanzadas, resulta de especial importancia preservar un alto grado de cooperación en el diseño de las políticas económicas para evitar efectos indeseados, tales como una nueva ola de intensificación de las presiones proteccionistas. En el caso particular de la zona del euro, la respuesta supranacional por parte de las instituciones europeas debe desempeñar un papel primordial, en la medida en la que la crisis actual afecta a todos sus Estados miembros y no está causada por los desequilibrios previos acumulados (véase epígrafe 3.2). La pandemia y las medidas de respuesta a la misma pueden generar distorsiones en las cadenas regionales de valor y en el libre movimiento de los factores productivos, así como nuevos episodios de fragmentación financiera. En este sentido, deben ponerse

en práctica las lecciones aprendidas en la gestión de la crisis de deuda soberana europea durante el período 2010-2012, evitando repetir los errores cometidos entonces y tratando de aprovechar al máximo los elementos de soporte mutuo derivados de la participación en una unión monetaria (véase epígrafe 5.4).

La crisis podría agravar la débil situación del sistema de gobernanza y relaciones económicas globales, que ya se había visto afectado en los últimos años por el incremento del proteccionismo, lo que podría tener graves consecuencias potenciales para el comercio mundial y la industria manufacturera. El aumento de los aranceles bilaterales y las restricciones a los intercambios de tecnología entre Estados Unidos y China provocó una intensificación de la incertidumbre económica y una desaceleración de la actividad manufacturera a nivel mundial y del comercio internacional durante buena parte de 2018 y 2019⁵. La experiencia reciente podría agravar estos desarrollos tanto en el corto plazo, dadas las disruptivas observadas en las cadenas de suministros y los problemas de desabastecimiento global en algunos productos en determinados momentos de la primera mitad del año, como, principalmente, en el largo plazo, si implica una excesiva renacionalización de algunas cadenas de producción o un cambio significativo en su diversificación geográfica de las mismas (véase epígrafe 5.2).

3.2 Las respuestas de política fiscal

Frente a la emergencia sanitaria, la práctica totalidad de los países han adoptado medidas de política fiscal para financiar el incremento del gasto sanitario y sostener las rentas de los agentes económicos⁶. Los planes de estímulo aprobados en los distintos países comparten, en general, algunos elementos comunes. Por el lado del gasto, las medidas incorporan aumentos del gasto sanitario, así como otras acciones orientadas al mantenimiento de las rentas de las familias y las empresas más afectadas por la pandemia. Entre estas últimas, destacan el refuerzo de los programas existentes de desempleo parcial y de las bajas por enfermedad en aquellos países que cuentan con estabilizadores automáticos potentes, como es el caso de los europeos. Allí donde la cobertura de los estabilizadores automáticos es menor, se ha optado mayoritariamente por transferencias directas de renta a los hogares. Además, algunos Gobiernos han aprobado subvenciones a empresas afectadas por la pandemia. Por el lado de los ingresos, la gran mayoría de los países han aprobado moratorias de impuestos y contribuciones sociales. Por último, los Gobiernos han adoptado medidas de apoyo a la liquidez de las empresas, con programas de avales públicos de gran tamaño, particularmente entre los países del área del euro.

5 Véanse Caldara *et al.* (2020) y Albrizio *et al.* (2020).

6 Para más detalles sobre los contenidos de esta sección, véase Cuadro-Sáez *et al.* (2020).

En líneas generales, los planes presupuestarios aprobados por las principales economías no pertenecientes al área del euro contemplan un impulso fiscal discrecional de mayor tamaño que los del área del euro, en parte como consecuencia del menor peso de los estabilizadores automáticos fuera de esta (véase cuadro 3.1). Entre las medidas más destacables, se encuentran las subvenciones a las empresas para cubrir el coste de las bajas por enfermedad de sus empleados en el Reino Unido y las bajas por cuidado de hijos en Japón y Corea del Sur. Por su parte, China ha adelantado la percepción del seguro de desempleo en un pago inicial único, mientras que, en Brasil, las ayudas se han orientado principalmente a sustentar la renta de las familias más vulnerables. Asimismo, varios países (China, Japón, Corea del Sur, Reino Unido y Chile, entre otros) han anunciado moratorias en el pago de impuestos o cotizaciones sociales para las empresas de las industrias más afectadas y algunos de ellos, como Reino Unido y China, aprobado además estímulos de política fiscal de carácter general. El coste de las medidas fiscales anunciadas hasta la fecha de cierre de este Informe oscila por países entre el 3,2 % y el 12,2 % del PIB (véase gráfico 3.2).

El paquete de política fiscal de Estados Unidos es particularmente relevante desde un punto de vista cuantitativo y se articula, principalmente, en forma de ayudas directas a hogares, empresas y Gobiernos estatales y locales. Se estima que las medidas del Gobierno federal estadounidense tendrán un coste presupuestario total de más del 12 % del PIB⁷, si bien se movilizarán recursos equivalentes al 14,7 % del PIB una vez se añaden las garantías concedidas a las operaciones de la autoridad monetaria. Por el lado de las empresas, se establecen recursos para préstamos y subvenciones a pymes y se amplía el Fondo de Estabilización Cambiaria del Tesoro para conceder préstamos a las grandes empresas más afectadas. Además, todas las empresas se benefician de una extensión de seis meses para el pago del impuesto de sociedades. Las pymes también obtienen desgravaciones fiscales por el coste de las bajas por enfermedad. Se establece, asimismo, la creación de un programa de protección de nóminas (Paycheck Protection Program), un mecanismo que funciona mediante incentivos a las empresas, dirigidos principalmente a las pymes. El programa tiene el objetivo de proporcionar 670 mm de dólares (el 3,1 % del PIB) en préstamos garantizados a pequeñas y medianas empresas para que estas puedan mantener a sus trabajadores en nómina durante las interrupciones causadas por la pandemia; dichos préstamos se condonan parcial o totalmente, siempre y cuando la empresa mantenga su plantilla y no modifique significativamente las condiciones laborales. En cuanto a los hogares, el paquete de medidas fiscales incorpora una transferencia de 1.200 dólares a cada individuo, más 500 dólares por cada hijo a cargo. Se aumenta también la cuantía de la prestación por desempleo, a la par que se extiende su duración y se relajan las condiciones para solicitarla. Por otra parte,

⁷ Véanse las valoraciones de la Congressional Budget Office (CBO) de [H.R. 748, CARES Act, Public Law 116-136](#) y [H.R. 266, Paycheck Protection Program and Health Care Enhancement Act](#).

Cuadro 3.1

MEDIDAS DE POLÍTICA FISCAL EN PAÍSES NO EUROPEOS (a)

País	Aplazamientos o suspensión de impuestos	Apoyo a hogares	Subvención de costes laborales, desempleo y apoyo a empresas	Liquidez a empresas a través de créditos	Demanda agregada
Estados Unidos	Aplazamiento del pago de impuestos para personas y empresas, incluidas las cotizaciones a la Seguridad Social Aumento de las deducciones sobre impuesto de la renta y por pago de intereses y pérdidas del impuesto sobre beneficios empresariales Deducción por mantenimiento del empleo (50 % de los salarios pagados hasta un máximo de 10.000 \$ por empleado) Suspensión temporal de los impuestos de aviación	Exención del pago de intereses sobre préstamos federales a estudiantes Bulos alimentarios y ampliación de la cobertura de Medicare Pagos en efectivo a individuos (1.200 \$) y 500 \$ por hijo a cargo con reducción progresiva por renta (hasta los 99.000 \$ anuales) Préstamos a consumidores	Baja laboral remunerada para trabajadores en cuarentena; desgravaciones a pymes por bajas laborales Se amplía la dotación de la prestación por desempleo hasta los 600 \$ semanales y la duración se extiende 13 semanas más	Préstamos a pymes sin interés ni garantías que podrían convertirse en subvenciones, dependiendo del % de la plantilla que retengan Préstamos a empresas no financieras y a empresas muy afectadas, como aerolíneas y compañías estratégicas	Transferencias para financiar gastos extraordinarios de Administraciones estatales y locales
China	Exención del IVA Exención (reducción) de los impuestos sobre automóviles nuevos (usados) Reducción de impuestos y tasas (70 mm \$) y postergación del impuesto sobre beneficios a autónomos y pequeñas empresas	Moratorias sobre el pago de créditos a estudiantes y extensión de beneficios sociales Duplicación de los subsidios temporales de precios entre marzo y junio Postergación del pago de cotizaciones a la Seguridad Social	Exención/reducción de las cotizaciones a la Seguridad Social y fondo social de vivienda Reducción de alquileres para locales y del precio de electricidad Subsidios a empresas para expandir la capacidad productiva	Refinanciación y extensión del crédito a pymes y empresas afectadas Apoyo a empresas en forma de compra de bonos y directiva a los bancos comerciales para que incremen los préstamos a micro- y pequeñas empresas	Paquete de estímulo fiscal general Ampliación de los proyectos de renovación en comunidades rurales Creación de empleo en educación y sanidad
Japón	Aplazamiento durante un año del pago de las contribuciones sociales y del impuesto sobre la renta para empresas afectadas por la crisis	Mayor subsidio mensual por hijo a las familias de baja renta si esta se ha reducido debido a la crisis Entrega de 930 \$ a todos los ciudadanos Cobertura del 100 % del salario (tope 15.000 yenes) y subsidios de 330.000 yenes mensuales a empleados despedidos sin compensación por pymes entre abril y septiembre	Subvenciones a las empresas que mantengan a sus trabajadores en nómina (9/10 del coste de las bajas a pymes y 3/4 a grandes empresas) 18 mm \$ en subsidios a los propietarios de pymes que sufren una caída importante de la facturación 18 mm \$ en ayudas para pagar alquileres si las ventas mensuales cayeron más del 50 %	Préstamos a tipos de interés nulo y sin garantías que se otorgan a través de instituciones financieras públicas y privadas (586 mm \$)	107 mm \$ para futuras contingencias
Corea del Sur	Aplazamiento de 9 meses del impuesto de beneficios empresariales, IVA y renta Aplazamiento de 1 año del impuesto de aduanas y riqueza Reducción del IVA para pequeños negocios Deducciones fiscales para propietarios que reducen el alquiler de pequeños negocios	2,8 mm \$ en cupones, ayuda familiar y retención de empleo Deducción del 30 % de Seguridad Social a hogares con bajos ingresos Hasta 820 \$ a 14 millones de hogares en el 70 % inferior de la distribución de riqueza (7,4 mm \$) 4 mm \$ en redes de protección social	Deducción del 30 % Seguridad Social a pequeños negocios 1,2 mm \$ en subsidios a trabajadores autónomos y temporales que no reúnen las condiciones para recibir el paro Subsidios a empresas para cubrir bajas y a pymes para el pago de salarios y alquileres 9 mm \$ para estabilizar el empleo	Total de 50 mm \$ en préstamos a pymes, consumidores y negocios 16 mm \$ para comprar bonos y pagarés de empresas Extensión de las fechas de vencimiento del pago de deuda e intereses Fondo adicional de 33 mm \$ de ayuda a sectores estratégicos	Plan de inversión 2020-2025 valorado en 61 mm \$ (Korean New Deal) Creación de 550.000 empleos públicos
Australia	Postergación de 6 meses en la devolución de préstamos para empresas con préstamos que sumen menos de 10 millones de \$ australianos Aplazamiento para empresas en el pago de impuestos durante 4 meses	Pago de 750 \$ australianos a contribuyentes de la Seguridad Social con rentas bajas Duplicación del pago (550 \$ australianos bisemanales) a desempleados en búsqueda activa de empleo (<i>job seeker payment</i>) El Gobierno cubrirá el 50 % de los ingresos del sector del cuidado de niños	Pago del 100 % de los impuestos que la empresa retiene del personal (máximo de 100.000 \$ y mínimo de 20.000 \$ australianos en caso de no retener nada) Pago bisemanal (1.500 \$ australianos) durante 6 meses para retener a trabajadores (pymes serán elegibles cuando caigan sus ingresos un 30 % y grandes empresas cuando se reduzcan un 50 %)	Programa de garantías del 50 % del préstamo por valor de 40 mm \$ australianos Se aprueban medidas que permiten mayores deducciones por compra de activos o por depreciación	
Canadá	Aplazamiento del pago de impuestos (39 mm \$)	Transferencias a personas de renta baja Pago de 1.400 \$ a quien haya perdido ingresos hasta 4 meses Extensión de políticas de apoyo social a distintos colectivos	Subvención de las bajas médicas a personas que no cumplen requisitos (es decir, autónomos) Subsidio de hasta el 75 % en los salarios durante un período de hasta 6 meses Ayudas a propietarios que rebajan o cancelen rentas de alquileres comerciales	48 mm \$ en préstamos a empresas a través del <i>Business Credit Availability Program</i> Préstamos a grandes empresas (ingresos mínimos de 217 millones \$ al año) para cubrir gastos de corto plazo	

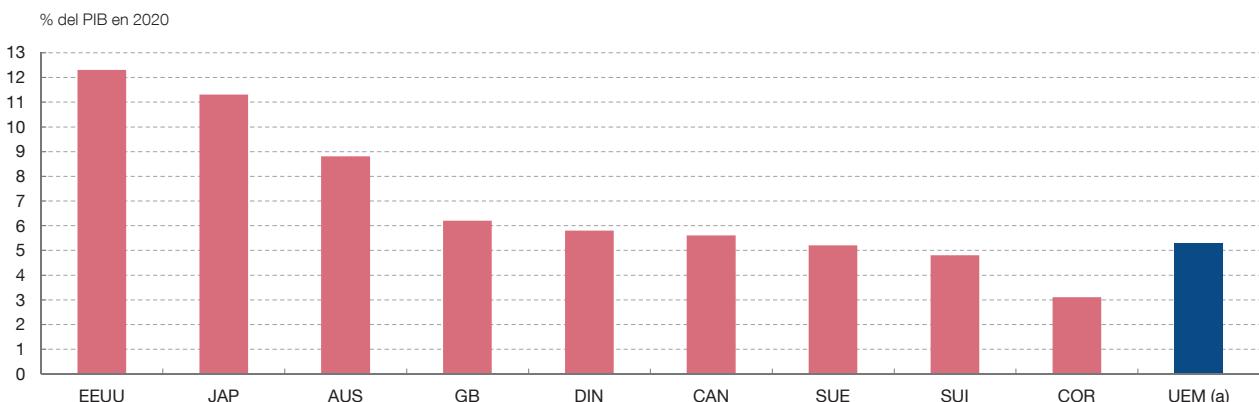
FUENTE: Banco de España, a partir de fuentes nacionales.

a Incluye únicamente los números anunciados por los Gobiernos. En general, estas cifras no reflejan el mayor gasto en el seguro de desempleo.

Gráfico 3.2

MAGNITUD DE LAS MEDIDAS PRESUPUESTARIAS APROBADAS EN ECONOMÍAS DESARROLLADAS EN RESPUESTA A LA PANDEMIA

La práctica totalidad de los países han adoptado medidas fiscales para financiar el incremento del gasto sanitario y para paliar los efectos de la pandemia sobre la economía. Las diferencias en el tamaño de los estabilizadores automáticos dificultan la comparación internacional. Sin embargo, en líneas generales, los planes fiscales aprobados por las economías avanzadas de fuera del área del euro contemplan un impulso fiscal discrecional de mayor tamaño que los del área del euro.



FUENTE: Fondo Monetario Internacional (WEO junio de 2020).

a El dato de la UEM es una media ponderada de las medidas presupuestarias de los siguientes países: Francia, Alemania, Italia, España, Bélgica, Países Bajos y Finlandia.



se concede una extensión de tres meses para el pago del impuesto sobre la renta. Finalmente, el paquete moviliza recursos equivalentes al 1,4 % del PIB para financiar el gasto sanitario extraordinario relacionado con la pandemia a nivel estatal y municipal. Estas medidas complementan y amplían las acciones de apoyo a la liquidez adoptadas por la Reserva Federal (Fed), que se describen posteriormente.

En los países del área del euro, las autoridades nacionales han adoptado paquetes de política fiscal significativos, aunque heterogéneos en su alcance (véase cuadro 3.2). Los programas aprobados comparten una misma orientación en las principales medidas. En primer lugar, se han reforzado los sistemas de desempleo parcial en una mayoría de países, flexibilizando o ampliando los programas existentes. Además se ha rebajado la carga fiscal de las empresas, mediante suspensiones o moratorias de impuestos. En segundo lugar, se han aprobado esquemas de apoyo a la liquidez de las empresas de diferente tamaño dependiendo del país, destacando el caso de Alemania, donde se ha establecido un mecanismo de provisión de liquidez a las empresas mediante préstamos con condiciones favorables, nuevas líneas de crédito y garantías públicas, y se ha creado un fondo de rescate para las grandes empresas, que podrá operar tanto a través de la adquisición de participaciones en el capital de sociedades en dificultades como a través de garantías adicionales sobre la deuda

Cuadro 3.2

MEDIDAS DE POLÍTICA FISCAL EN PAÍSES EUROPEOS (a)

País	Aplazamientos o suspensión de impuestos	Apoyo a hogares	Subvención de costes laborales, desempleo y apoyo a empresas	Liquidez a empresas a través de créditos	Demanda agregada
España	Moratoria de 6 meses de las deudas tributarias de pymes y autónomos, hasta un máximo de 30.000 € por figura impositiva Ajuste del pago del impuesto sobre sociedades Reducción del IVA Extensión del plazo para declarar los ingresos hasta 20 de mayo a pymes y a autónomos	Moratoria del pago de hipotecas de vivienda para trabajadores y autónomos de renta baja Prestación a autónomos y empleados del hogar por cese de la actividad Prórrogas de contratos temporales en la universidad Además, aunque no directamente ligado a la emergencia de la crisis actual, se ha aprobado, con carácter permanente, el ingreso mínimo vital (IMV)	Exoneraciones en el pago de los expedientes de empleo temporal, extensión de la prestación por desempleo a más colectivos, mayor protección a desempleados con trabajos estacionales Reducción en las contribuciones de empleados agrícolas	Avales y garantías públicas de 100 mm € para los préstamos de las empresas no financieras, 2 mm € adicionales para exportadores	
Italia	Aplazamiento de la mayor parte de los impuestos de marzo, abril y mayo hasta septiembre para empresas y autónomos que hayan sufrido pérdidas de más del 33 % o en sectores y regiones especialmente afectados Abolición del impuesto de regiones a autónomos y empresas que no superen 250 millones de euros en facturación	Avalas a moratoria de hipotecas, bajas por cuidado sanitario y fondo para trabajadores de renta baja Renta de emergencia para hogares de bajos ingresos, medidas conciliadoras y ayudas alimentarias	Subsidio de desempleo para trabajadores de empresas afectadas de hasta 13 semanas, extensión a sectores no cubiertos y suspensión de la contribución a la Seguridad Social Reducción costes fijos a pymes por 3 meses Ayuda directa de cuantía proporcional a sus pérdidas para pymes y microempresas Se suspenden los despidos por 5 meses Subvenciones directas de 1.000 € en mayo a autónomos con una reducción de ingresos superior al 33 % y subsidio de 600 € para autónomos	Avals para la moratoria de préstamos; refuerzo del fondo de garantía a pymes y programa de avales públicos SACE (hasta un total de 450 mm €); fondo de recapitalización de grandes empresas	Nuevo fondo para cualquier tipo de inversión temporal
Alemania	Aplazamiento temporal de impuestos a empresas Reducción del IVA del 19 % al 16 % y del 7 % al 5 % en el tipo reducido Reducción de los impuestos de electricidad Limitación de contribuciones a la Seguridad Social al 40 %	10 mm € para los receptores adicionales de HARTZ IV (renta básica) Mayor protección a inquilinos y a familias que no puedan pagar suministros Ayudas a familias de bajos ingresos y monoparentales 300 € por menor a todas las familias	Relajación de requisitos a las empresas para solicitar el <i>Kurzarbeit</i> (reducción de horas) y aumento de las cantidades que recibe el empleado Se destinan 75 mm € para ayudas directas a empresas afectadas para cubrir costes fijos Extensión del desempleo por 3 meses (para los mayores de 50 años aumenta progresivamente hasta 2 años) 50 mm € para apoyar a empresas ecológicas y digitales	Liquidez «ilimitada» a través del KfW (podría llegar a 820 mm €) Creación de un fondo de rescate a grandes empresas: 400 mm € en garantías; 100 mm € para recapitalizaciones; 100 mm para préstamo al KfW	Plan de inversiones de 12 mm € 2021-2024 y plan de inversión de 25 mm € para municipios 55 mm € en reserva
Francia	Aplazamiento temporal de impuestos a empresas Aceleración de la devolución de créditos fiscales	Ampliación de derechos sociales y extensión del subsidio de desempleo Postergación de la reforma del seguro de desempleo	Refuerzo del sistema de desempleo parcial Aplazamiento del pago de seguros sociales Creación de un fondo de solidaridad para microempresas y autónomos Aplazamiento del pago de alquileres y suministros 4 mm € para empresas emergentes	Programa de garantías públicas a empresas de cualquier tamaño a través de Bpifrance por 300 mm €	
Portugal	Aplazamiento temporal de impuestos a empresas	Medidas de conciliación: 2/3 del sueldo para bajas por cuidado de hijos	Suspensión de las cotizaciones a la Seguridad Social de la empresa y subsidio por desempleo temporal de 2/3 del salario	Liquidez a través de avales públicos y una línea de crédito de 3,7 mm €	
Países Bajos	Aplazamiento de impuestos a empresas y autónomos Deducciones en los intereses de los préstamos públicos	Cobertura del 30 % de las contribuciones a las pensiones	Subsidiar hasta el 90 % de los salarios si se mantiene el empleo 4.000 € a empresas afectadas Los autónomos pueden recibir beneficios de asistencia social por 7 meses	Crédito y garantías del 50 % a pymes hasta 1,5 mm €	
Austria	Aplazamiento temporal de los impuestos de la renta, de los beneficios empresariales y de la Seguridad Social a empresas e individuos	El Estado se hace cargo de 1/3 de los salarios de la gente que ha tenido que cuidar de niños por el cierre de guarderías y escuelas	Ayudas directas a sectores como el turismo y ahorro de la jornada laboral El Estado se hace cargo de los salarios (90 % para los salarios de hasta 1.700 €, 95 % para los que no lleguen a 2.685 € y 80 % para los que no superen los 5.370 €)	9 mm € en garantías de crédito 15 mm € en fondo de emergencia	4 mm € en ayuda directa de emergencia
Dinamarca	22 mm € en aplazamiento temporal del impuesto de beneficios e IVA a empresas (5,4 mm para pymes)	El Estado se hace cargo del 75 % de los salarios y la empresa del 25 % Extensión de beneficios de desempleo y baja por salud (1,3 mm €)	Ayuda al pago de salarios por cese de actividad Subsidio del 75 % de las pérdidas de los autónomos por 3 meses (1,3 mm €) Subvención de costes fijos de pymes con pérdidas de facturación de más del 40 % (5,4 mm €)	Avals públicos y una línea de crédito de 13 mm €	
Reino Unido	Reducción del impuesto a bienes inmuebles no comerciales, retraso del pago del IVA y del impuesto de renta para autónomos y profesionales Anticipación de la reducción del IVA para publicaciones electrónicas	Mejora de las medidas de bienestar social (subsidios de renta y ayudas para el alquiler) Aumento de los subsidios para los más desfavorecidos	Aumento de la baja por incapacidad por cuarentena y reembolso a empresas hasta 14 días Pago del 80 % del salario y contribuciones a empresas que mantengan empleados incapacitados (9 mm £) 25.000 £ a minoristas, empresas sanitarias y sector del ocio y 10.000 £ a pequeños negocios 10 mm £ para pagar el 80 % de los beneficios de los autónomos en los últimos 3 meses (máximo de 2.500 £) Apoyo a empresas emergentes (1,2 mm £)	Avals públicos (British Business Bank) y acceso al crédito para empresas	Paquete de estímulo fiscal general

FUENTE: Banco de España, a partir de fuentes nacionales.

a Incluye únicamente los números anunciados por los Gobiernos. En general, estas cifras no reflejan el mayor gasto en el seguro de desempleo.

empresarial⁸. Francia ha aprobado además medidas adicionales de apoyo a diferentes sectores, como el turístico, la aviación o la industria aeroespacial, mediante préstamos, garantías y la posibilidad de rescatar empresas mediante recapitalizaciones o incluso su nacionalización. En tercer lugar, se han aprobado medidas de apoyo a hogares y autónomos. En el caso de Italia, destaca la suspensión de hasta 18 meses de los pagos por hipotecas sobre la primera vivienda, el establecimiento de una renta de emergencia para hogares de renta baja excluidos de otras medidas de ayuda, la suspensión durante cinco meses de los procedimientos de despido iniciados a partir del 23 de febrero, una indemnización de 600 euros para trabajadores autónomos y la distribución de un «bono vacaciones», que las familias de renta baja podrán gastar en establecimientos turísticos italianos hasta finales de año. En Alemania se ha ampliado la cobertura del fondo de renta básica que otorga prestaciones mínimas de subsistencia, cumpliendo ciertos requisitos, a personas en edad de trabajar cuyos ingresos sean considerados insuficientes, incluidas ayudas para el pago de alquileres. Por último, el Gobierno alemán también ha tomado medidas específicas orientadas a impulsar la recuperación del consumo y la inversión, mediante una reducción temporal del IVA, que pasaría del 19 % al 16 % desde julio hasta finales del año, y la creación de un programa de inversión en tecnologías ecológicas y digitales.

A nivel supranacional europeo, se han movilizado varios instrumentos comunitarios para apoyar las medidas adoptadas por los Gobiernos nacionales. En el frente legislativo, la Comisión Europea (CE) ha aprobado una relajación de las restricciones a las ayudas de Estado, para acomodar los esquemas de garantías comentados anteriormente. Además, se posibilita que los Estados miembros hagan uso de la cláusula de flexibilidad ante circunstancias excepcionales contenida en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, lo que les permitiría desviarse de forma temporal de las sendas de déficit, gasto, y deuda pública que marcaría, en condiciones normales, el marco de reglas fiscales. Desde un punto de vista operativo, la CE ha aprobado varias medidas que prevén la utilización del presupuesto de la UE (véase esquema 3.1). Entre ellas, la Coronavirus Response Investment Initiative (CRII) dispone la movilización inmediata de fondos de cohesión prefinanciados y todavía no ejecutados, por un importe de 37 mm de euros, para financiar gastos relacionados con la pandemia. En caso de necesidad, esta cantidad se podría aumentar en 29 mm de euros adicionales. Asimismo, la CE ha propuesto un mecanismo de reaseguro de los seguros nacionales de desempleo (SURE, por sus iniciales en inglés), articulado mediante préstamos a los Estados miembros para cubrir gastos relacionados con esquemas de reducción temporal del empleo, condicionados al mantenimiento del empleo. La capacidad de

⁸ Aunque los programas de garantías públicas sean un instrumento de actuación común a las principales economías europeas, los esquemas nacionales han evidenciado, de momento, una rapidez de ejecución distinta entre países. En el mes de mayo, los avales otorgados en Alemania y en Italia eran equivalentes, respectivamente, al 3 % y al 8 % de los correspondientes programas nacionales de garantías. En el mismo mes, las garantías aprobadas en Francia suponían el 27 % del esquema total, cifra que ascendía al 60 % en el caso de España.

LA REACCIÓN SUPRANACIONAL A LA CRISIS DEL CORONAVIRUS

RESPUESTA EUROPEA: PRESUPUESTO, MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIDAD (MEDE) Y BANCO EUROPEO DE INVERSIONES (BEI)		
COMISIÓN EUROPEA		
CRII (a)	NEXT GENERATION EU	SURE (a)
Movilización inmediata de los fondos de cohesión 37 mm €	Presupuesto suplementario y temporal, que incluye el Fondo de Recuperación y Resiliencia para financiar reformas e inversiones, en un plazo de 4 años Transferencias: 427 mm € Préstamos: 250 mm €	Instrumento temporal de préstamo para protección del empleo, garantizado por los EEMM (a) 100 mm €
FINANCIACIÓN MOVILIZADA A TRAVÉS DEL GRUPO BEI (b)		MEDE
Fondos de liquidez, compras de titulizaciones y garantías 25 mm €	Instrumento de Apoyo a la Solvencia: garantías, préstamos y capital a empresas europeas (c) 31 mm €	Línea preventiva para financiar gastos sanitarios directos e indirectos relacionados con la pandemia por valor del 2 % del PIB de cada país 240 mm €
TOTAL FONDOS UE + MEDE + BEI: 1.100 mm € (7,9 % DEL PIB DE LA UE)		

FUENTE: Banco de España, basado en fuentes de la UE. Las partes de color claro son medidas propuestas por la Comisión dentro de *Next Generation EU*, pendientes de aprobar.

- a CRII son las siglas de *Coronavirus Response Investment Initiative*, SURE corresponde a *Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency* y EEMM significa «Estados miembros».
- b El BEI incluye dos programas con el objetivo de movilizar hasta 240 mm €.
- c El Instrumento de Apoyo a la Solvencia es parte de las propuestas avanzadas en el *Next Generation EU*.

financiación total del SURE se situaría en los 100 mm de euros, que serán repartidos en función de los gastos en que se incurre en estos esquemas de reducción del empleo, respetando que los tres países que soliciten más recursos no deben superar, en conjunto, un límite máximo de 60 mm de euros.

La propuesta con mayor capacidad de proporcionar un impulso a la economía europea es el Plan de Recuperación para Europa (*Next Generation EU*)⁹. Esta iniciativa, propuesta por la Comisión Europea a finales del pasado mes de mayo y pendiente de aprobación, estaría basada en un presupuesto suplementario de 750 mm de euros para la UE en el Marco Financiero Plurianual 2021-2027¹⁰. Estos fondos se financiarían con deuda a largo plazo, que se amortizaría a partir de 2028 mediante nuevos impuestos europeos, tales como impuestos digitales o medioambientales. Los fondos se destinarían a financiar inversiones y reformas en los Estados miembros que

9 Véase *Plan de Recuperación para Europa* de la Comisión Europea.

10 Para unas reflexiones sobre el diseño de un Fondo de Recuperación europeo, véase Arce *et al.* (2020).

impulsen el crecimiento y el cumplimiento de los objetivos comunes de la UE, para lo que se utilizaría una combinación de transferencias, préstamos y garantías a diferentes programas de la UE. El esquema de reparto favorecería a las economías más afectadas por la crisis del Covid-19, como la española o la italiana.

A las medidas de la Comisión Europea, se añade la financiación movilizada por el Banco Europeo de Inversiones (BEI) y por el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). Como respuesta inmediata a esta crisis, el BEI estableció un nuevo fondo de garantía paneuropeo de 25 mm de euros, que podría respaldar hasta 200 mm de euros de financiación para empresas, y un plan de apoyo para aliviar las tensiones de liquidez de las pymes y de las empresas de mediana capitalización (con un objetivo de movilizar hasta 40 mm de financiación). Por su parte, los Gobiernos de los países del área del euro establecieron una línea de crédito especial del MEDE (*Pandemic Crisis Support*), basada en las herramientas preventivas existentes, que podrá conceder financiación por un importe total de hasta 240 mm de euros. Excepcionalmente, los Estados miembros acordaron que el único requisito para acceder a este crédito, que tiene un límite máximo del 2 % del PIB para cada Estado, es el compromiso de utilizar la financiación para cubrir los costes directos e indirectos relacionados con la atención médica debida al impacto de la crisis sanitaria.

Se estima que la pandemia provocará un aumento sustancial del déficit público en las principales economías avanzadas. El Fondo Monetario Internacional prevé que, por el efecto de estas actuaciones discretionales y de los estabilizadores automáticos, la crisis sanitaria resultará en un incremento de 11,1 puntos porcentuales (pp) del PIB en el déficit público de los países del área del euro en 2020^{11, 12}. En comparación, se espera un mayor aumento del déficit público en Estados Unidos, cuyo saldo público disminuirá en 17,5 pp con respecto al año anterior. En el Reino Unido, se calcula un incremento del déficit público similar al previsto para el área del euro, de 10,6 pp del PIB.

3.3 La respuesta multilateral

La profundidad de esta crisis y el limitado espacio con el que cuentan las políticas nacionales en muchas regiones requieren una coordinación internacional reforzada en un momento de frágil multilateralismo. En el ámbito estrictamente sanitario, las ventajas de la cooperación internacional, para tratar de frenar la difusión de la enfermedad o la aparición de nuevos brotes, son claras en una crisis de esta naturaleza. En particular, en el caso de los países más pobres, con

11 El impacto de las garantías públicas no está incluido en estas previsiones fiscales. El impacto final de dichas garantías dependerá, entre otros factores, del ritmo de concesión de los préstamos con avales públicos y de las tasas de impago de estos préstamos. Para más información, véase Cuadro-Sáez *et al.* (2020).

12 Véase Fondo Monetario Internacional (2020b).

sistemas sanitarios y de protección social muy débiles, la ausencia de una respuesta multilateral contundente podría tener consecuencias dramáticas. En el terreno económico y financiero, la paralización de la actividad en numerosos sectores, la consiguiente ralentización de los intercambios comerciales entre países y los bruscos cambios en los flujos financieros (véase epígrafe 2.2) realzan también la importancia de los foros multilaterales para proporcionar una respuesta global a la pandemia. En este sentido, la solidez de la recuperación económica mundial en el medio plazo dependerá de que la respuesta a la crisis sea global, coordinada y ajustable en el tiempo, conforme surjan nuevas necesidades de actuación¹³. En 2008, la CFG motivó la reactivación del G-20 y la coordinación de políticas macroeconómicas, así como el reforzamiento de la regulación financiera internacional y de su arquitectura institucional. Estos elementos conforman una base importante, aunque insuficiente, para una respuesta mundial frente a la crisis actual.

Desde principios del mes de marzo, los principales foros multilaterales comenzaron a analizar posibles respuestas a la crisis. En particular, el G-7 reiteró su compromiso para coordinar los estímulos económicos y las medidas sanitarias y de control de fronteras necesarios para contener la pandemia, mitigar su impacto y contribuir a la recuperación de la economía. Por su parte, el G-20 acordó un extenso Plan de Acción¹⁴ que combina medidas en el terreno sanitario —comprometiéndose al cumplimiento de las reglas internacionales, a la transparencia informativa y a proporcionar los recursos necesarios a entidades como la Organización Mundial de la Salud (OMS)¹⁵— con una respuesta económica y financiera global y coordinada, y que permite aplicar las excepciones (en materia de restricción de las exportaciones de material médico y suministro de alimentos) a la regulación de la Organización Mundial del Comercio (OMC) solo en caso necesario. Este plan trató de paliar las disfunciones en las cadenas globales de suministro de material sanitario, ante la ausencia de stocks estratégicos y de la capacidad de producción a escala nacional que se evidenciaron en los momentos más álgidos de la pandemia. Por otro lado, en respuesta al llamamiento del FMI y del Banco Mundial, los países del G-20, junto con el Club de París, acordaron atender las solicitudes de moratoria que presenten los países de bajos ingresos más afectados por la pandemia sobre los vencimientos de su deuda hasta final de 2020¹⁶. Igualmente, el G-20 ha invitado a los bancos multilaterales de desarrollo a participar en esta iniciativa, siempre que mantengan su calidad crediticia, y también

13 Véase, por ejemplo, Kohlscheen *et al.* (2020), que pone de relieve la magnitud de los efectos *spillover* que podrían producirse entre las principales economías globales como consecuencia de la crisis sanitaria del Covid-19 e ilustra el riesgo de políticas macroeconómicas unilaterales que, al centrarse en los efectos directos de la pandemia sobre la economía nacional, no internalicen los efectos indirectos de esta que se derivan de los *spillovers* internacionales.

14 Véase *G20 Finance Ministers and Central Bank Governors Meeting*.

15 Con la excepción de Estados Unidos, que anunció su retirada de la OMS a finales de mayo.

16 Son susceptibles de acogerse a esta moratoria los países elegibles para la International Development Agency (IDA) y los definidos como «países menos desarrollados» por las Naciones Unidas.

a los acreedores privados, a través del Institute of International Finance (IIF). De esta forma, se pretende que los países con menos recursos puedan disponer de un mayor espacio fiscal en el corto plazo para hacer frente a la pandemia. Con todo, desde la perspectiva de las decisiones tomadas en los meses transcurridos desde el comienzo de la pandemia, el impulso político, al más alto nivel, de la respuesta multilateral habría sido más débil que el proporcionado durante la crisis financiera global en 2008.

Los principales bancos multilaterales de desarrollo están desempeñando un papel relevante en esta crisis (véase cuadro 3.3). Desde el inicio de la pandemia, estas instituciones han impulsado una serie de medidas de emergencia, acordes con sus mandatos y ámbitos de actuación. Su apoyo financiero a países emergentes y de bajos ingresos asciende¹⁷, hasta la fecha de cierre de este Informe, a más de 200.000 millones de dólares, e incluye programas de inversión en el sector sanitario en coordinación con los organismos internacionales competentes. También comprende, entre otras actuaciones, el apoyo a los países más vulnerables a través de redes de seguridad y programas de transferencias, ayudas de emergencia por vía presupuestaria o sectorial acordes con los programas del FMI y líneas de liquidez al sector privado.

En el marco de la red de seguridad financiera global, el FMI ha desplegado con celeridad una amplia batería de medidas. Entre las medidas adoptadas por el FMI destaca la ampliación del acceso a líneas de emergencia que carecen de condicionalidad¹⁸ y la creación de una nueva línea de liquidez diseñada para atender a países emergentes con sólidos fundamentos y necesidades de financiación moderadas. Los Acuerdos Regionales de Financiación (ARF)¹⁹ han reiterado su disposición a colaborar con el FMI, intercambiar información y cofinanciar posibles programas. En el contexto de la estrategia «Equipo Europa», de apoyo a los países socios en la lucha contra la pandemia, la Ayuda Macrofinanciera (AMF)²⁰ podrá destinar un total de 3.000 millones de euros en ayudas a diez países²¹, que se combinarán con la asistencia de emergencia del FMI. Por su parte, los principales bancos centrales han reactivado, e incluso ampliado, con prontitud las líneas swap con economías emergentes sistémicas, que tan útiles resultaron durante la CFG.

17 Excluyendo al Banco Europeo de Inversiones, cuya ayuda se dirige también a países avanzados.

18 Para cubrir la mayor demanda de ayuda concesional, incluida la de emergencia, el Fondo ha iniciado una ronda de captación de recursos para dotar el Fondo Fiduciario para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza (PRGT, por sus siglas en inglés).

19 Los principales ARF son la Iniciativa Chiang Mai Multilateralizada (CMIM, por sus siglas en inglés) en Asia y el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) en Europa. Para más información sobre estos organismos y su colaboración con el FMI, véase Banco Central Europeo (2018).

20 A través de la AMF, la UE proporciona préstamos o subvenciones a terceros países socios como complemento de un programa de ajuste del FMI. La AMF está disponible para países *candidatos*, candidatos potenciales, *vecinos de la UE* y, excepcionalmente, para otros países política, económica y geográficamente próximos a la UE.

21 Véase *Decisión del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a la concesión de ayuda macrofinanciera a los socios de la ampliación y de la vecindad en el contexto de la pandemia de la COVID-19*, de 18 de mayo de 2020.

Cuadro 3.3

RESPUESTA DE LOS PRINCIPALES BANCOS MULTILATERALES DE DESARROLLO FRENTE AL COVID-19

Institución	Descripción de las medidas	Principales países elegibles	Duración
Banco Mundial	<p>Paquete financiero por importe de 160 mm de dólares, que incluye 50 mm de dólares en ayuda concesional y subvenciones a través de la Asociación Internacional de Fomento (AIF)</p> <p>Este paquete financiero contiene una línea de asistencia de emergencia de 14 mm de dólares, que incorpora 8 mm de dólares de la Corporación Financiera Internacional (CFI) y 6 mm de dólares de la AIF y del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF)</p>	<p>Países en desarrollo y de bajos ingresos miembros del Banco Mundial</p> <p>Hasta la fecha y con motivo del Covid-19, el Banco Mundial está prestando asistencia a 100 países, principalmente en África y Asia</p>	15 meses con posible extensión
Banco Asiático de Desarrollo	Anuncio de medidas por importe de 20 mm de dólares, que incluye 2,5 mm de dólares en recursos concesionales y subvenciones y 2 mm de dólares dirigidos al sector privado	Países asiáticos miembros del Banco Asiático de Desarrollo (BAsD)	15 meses con posible extensión
Banco Africano de Desarrollo	<p>(1) Facilidad de crédito de emergencia (<i>Rapid Response Facility</i>) de 10 mm de dólares distribuidos de la siguiente manera: 5,5 mm de dólares en operaciones soberanas para todos los países miembros; 3,1 mm de dólares de ayuda concesional para países en el marco del Fondo Africano de Desarrollo, y 1,4 mm de dólares de ayuda no concesional dirigida al sector privado</p> <p>(2) Emisión de los bonos denominados «Fighting Covid-19» por valor de 3 mm de dólares, recaudados en los mercados internacionales</p>	Países africanos miembros del Banco Africano de Desarrollo	Sin especificar
Banco Interamericano de Desarrollo	12 mm de dólares distribuidos en: la reprogramación de la cartera existente de proyectos de salud para atender la crisis del Covid-19; 3,2 mm de dólares adicionales para el programa de préstamos estipulado para 2020, y 5 mm de dólares dirigidos al sector privado a través de BID Invest	Países de América Latina miembros del Banco Interamericano de Desarrollo (BID)	9 meses
Banco Islámico de Desarrollo	Aprobación del programa <i>Respond, Restore, Restart</i> , con una asignación de 2,3 mm de dólares, que incluye subsidios de emergencia, líneas de crédito para pymes, préstamos soberanos y seguros contra riesgos políticos	Países miembros de la Organización para la Cooperación Islámica (Estados con mayoría musulmana)	Corto plazo: 6/9 meses Medio/largo plazo: 18/24 meses
Banco Asiático de Inversión en Infraestructura	<p>(1) Creación de <i>Covid-19 Crisis Recovery Facility</i> (CRF) por importe de 10 mm de dólares en forma de apoyo sanitario, liquidez o apoyo presupuestario y fiscal en coordinación con otros bancos multilaterales de desarrollo. Incluye una ventana concesional</p> <p>(2) Aprobación de un préstamo con garantía soberana a China por importe de 355 millones de dólares dirigidos al sector sanitario</p>	Países asiáticos	Sin especificar
Banco Europeo de Inversiones	<p><i>Respuesta para países de la UE:</i></p> <p>(1) 40 mm de euros para respaldar las necesidades de las pymes vía garantías del presupuesto de la UE</p> <p>(2) Ayuda específica al sector sanitario vía redistribución de préstamos marco no suscritos / no firmados y préstamos ya destinados al sector sanitario por importe de 5 mm de euros</p> <p>(3) Creación de un fondo de garantía de 25 mm de euros para movilizar 200 mm de euros de crédito bancario a empresas</p> <p><i>Respuesta para países fuera de la UE:</i></p> <p>5,2 mm de euros dirigidos al sector sanitario y al sector privado (financiación que forma parte del programa <i>Team Europe</i>)</p>	<p>Países de la UE y de fuera de la UE: África, países vecinos de la UE, Balcanes Occidentales, Asia y América Latina</p> <p>Hasta el momento y con motivo del Covid-19, los países que han solicitado ayuda son: India, China, Mongolia, Indonesia, Pakistán, Filipinas, Bangladesh y Turquía</p>	Sin especificar
Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo	<i>Solidarity Package</i> por importe de 4 mm de euros para los clientes con necesidades inminentes de capital circulante y liquidez, con una posible extensión a 21 mm de euros durante 2020/2021	38 países emergentes principalmente en Europa (no UE), Asia central y países del Mediterráneo meridional y oriental	Durante 2020 y 2021
Nuevo Banco de Desarrollo	<p>(1) Emisión de un bono a 3 años de lucha contra el coronavirus (<i>Coronavirus Combating Bond</i>) en el mercado de bonos interbancario chino por importe de 1.000 millones de dólares para financiar el programa de asistencia de emergencia para China</p> <p>(2) Creación de la <i>Emergency Assistance Facility</i> para la financiación de gastos para la lucha contra el Covid-19 y la recuperación económica con el objetivo de proporcionar 10 mm de dólares</p>	BRICS (Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica)	Sin especificar

FUENTE: Banco de España, a partir de la información de los distintos bancos multilaterales de desarrollo.

Además, la Fed estadounidense ha establecido una línea de operaciones *repo* para el intercambio de dólares por bonos del Tesoro de ese país (véase epígrafe 3.4). El hecho de que no todos los países emergentes dispongan de acceso a estas líneas ni estén cubiertos por algún ARF dota de mayor oportunidad a la nueva línea de liquidez del FMI, ya que permite que estos países puedan hacer frente a las tensiones de liquidez y a las salidas de capitales que han sufrido desde el comienzo de esta crisis (véase epígrafe 2.2).

A pesar del despliegue de estas actuaciones multilaterales, la magnitud y la naturaleza de esta crisis ponen de manifiesto la necesidad de profundizar en la estructura institucional multilateral y de intensificar el grado de cooperación internacional. En concreto, en las fases iniciales de extensión global de la pandemia, se ha echado en falta un mayor impulso político coordinado al más alto nivel para favorecer una estrategia de gestión sanitaria a escala global, lo que se ha evidenciado, por ejemplo, en los problemas de desabastecimiento en las cadenas globales de suministro de material sanitario en los momentos álgidos de la pandemia. De igual forma que las grandes crisis del pasado propiciaron profundas transformaciones de la cooperación internacional —la Gran Depresión dio lugar a las instituciones de Bretton Woods, y la CFG transformó el mapa de las instituciones financieras internacionales²² e impulsó la actuación coordinada de los países—, las dimensiones de esta pandemia y su severo impacto económico global deberían servir de impulso para enriquecer la estructura institucional multilateral y sentar las bases de una cooperación internacional más firme. En particular, es el momento de reflexionar sobre cómo mejorar el papel de estos instrumentos en la gestión de crisis globales como la actual, y en la contención temprana de sus efectos, lo que también permitiría abordar con mayores garantías otros desafíos, como el cambio climático, a los que la economía y la sociedad mundiales deben comenzar a hacer frente ya en el corto plazo. No obstante, los avances en esta dirección no parecen fáciles, dada la fragilidad del multilateralismo en la coyuntura actual, amenazado por el creciente tensionamiento de las relaciones internacionales entre Estados Unidos y China, que podría derivar en una reactivación de posiciones proteccionistas. En este contexto, la Unión Europea debería desempeñar un papel de liderazgo en la consecución de un multilateralismo reforzado e integrador, y de un marco de actuación regido por normas internacionales.

22 Véase Garrido *et al.* (2016).

3.4 Las respuestas de política monetaria

3.4.1 Las actuaciones de los grandes bancos centrales

Las autoridades monetarias de las principales economías avanzadas y emergentes han reaccionado de manera rápida y contundente a la crisis del Covid-19. En primer lugar, la mayoría de los bancos centrales han recortado los tipos de interés de referencia hasta niveles mínimos y, en segundo lugar, muchos de ellos han empleado al mismo tiempo instrumentos no convencionales que, en numerosos casos, fueron creados para hacer frente a la crisis financiera de 2008. En cuanto a la Fed, ha reducido en 150 puntos básicos sus tipos de interés de referencia, hasta situarlos en el rango 0%-0,25 %. Asimismo, esta institución ha reactivado la expansión cuantitativa de su balance mediante compras ilimitadas de bonos del Gobierno y titulizaciones hipotecarias (véase gráfico 3.3.1) e introducido medidas de apoyo a la liquidez de los mercados para facilitar su funcionamiento, incluyendo sobre la disponibilidad de liquidez en dólares en los mercados internacionales, así como nuevas líneas de crédito para promover la financiación de pequeñas y medianas empresas, hogares y Gobiernos subcentrales. Además, la autoridad monetaria norteamericana está fomentando, mediante cambios regulatorios, la modificación de los préstamos de clientes afectados por la pandemia y la concesión de nuevo crédito a clientes solventes. En muchos de estos programas, la Fed ha contado con el apoyo del Tesoro estadounidense, que ha proporcionado garantías a sus operaciones y, sobre todo, ha aportado capital a vehículos financieros conjuntos creados *ex profeso* para implementar dichos programas. Por su parte, entre los principales bancos centrales de referencia, el Banco de Inglaterra también rebajó su tipo de interés de referencia en 65 puntos básicos desde marzo, hasta el 0,1 %, mientras que el Banco de Japón lo mantuvo en el 0,1 %. Ambas instituciones han ampliado sus programas de compras de bonos soberanos y corporativos, han establecido medidas de apoyo al crédito y a la liquidez de los mercados, y participan en el acuerdo para el restablecimiento de las líneas de swap con la Fed para la provisión de dólares a escala internacional. Otras economías avanzadas, como Canadá, Suecia, Corea del Sur o Australia, han tomado medidas de corte similar (véase un resumen de las medidas adoptadas por los bancos centrales en el cuadro 3.4).

Entre las economías emergentes, los bancos centrales han apelado de forma generalizada a reducciones de los tipos de interés de política monetaria. Como consecuencia de estas decisiones, los tipos se han situado en algunos casos en mínimos históricos y, en términos reales, en territorio negativo (véase gráfico 3.3.2). Esta política monetaria expansiva se ha llevado a cabo, en contraste con otros episodios acaecidos en el pasado, en un entorno donde se han producido depreciaciones notables de las monedas, que solo han sido atenuadas de forma parcial con intervenciones cambiarias. Adicionalmente, algunos bancos centrales (por ejemplo, en Brasil, Chile, Colombia, Hungría, la India o Sudáfrica) han puesto

Cuadro 3.4

MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA ADOPTADAS PARA COMBATIR EL IMPACTO DEL CORONAVIRUS

País	Recorte en el tipo de interés de referencia (hasta nivel, %)	Compras de activos	Cantidad máxima establecida	Apoyo al crédito	Cantidad	Respaldada por el Tesoro (%)
Área del euro		Compras de bonos públicos y privados (incluyen papel comercial) con reinversión del principal (aumento del Programa de Compras de Activos, APP) y nuevo Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (PEPP)	+120 mm € (APP) +1.350 mm € (PEPP)	Operaciones de financiación a largo plazo (LTRO) adicionales hasta junio (tipo medio de la facilidad de depósito) A continuación, TLTRO III en condiciones más favorables, y LTRO a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia (PELTRO, 25 pb por debajo del tipo medio aplicado a las operaciones principales de financiación)	—	—
Estados Unidos	-150 pb (0 % - 0,25 %)	Compras ilimitadas de bonos del Tesoro y titulizaciones hipotecarias Reinversión del principal de la deuda y titulizaciones hipotecarias de agencia		Relajación de los requisitos de capital y liquidez para entidades bancarias Relajación de los criterios de garantías	— —	— —
				Reducción del coste de ventanilla descuento (hasta el 0,25 %) y aumento del vencimiento de las operaciones hasta 90 días Incentivo del uso de los colchones de liquidez y capital para dar soporte al crédito Reducción del requerimiento de reservas al 0 % desde el 26 de marzo Incentivo del uso del crédito intradía	— — — —	— — — —
				Primary Market Corporate Credit Facility (PMCCF) para compras de bonos corporativos en el mercado primario Facilidad para compras en el mercado secundario de bonos corporativos (Secondary Market Corporate Credit Facility, SMCCF) Facilidad de financiación para papel comercial (Commercial Paper Funding Facility)	500 mm \$ 250 mm \$ 10 mm \$	10 10 —
				Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) para facilitar crédito a hogares Compra de deuda municipal y estatal (Municipal Liquidity Facility)	100 mm \$ 500 mm \$	10 7
				Facilidad para proporcionar financiación a plazo respaldada por préstamos del Programa de Protección de Nóminas (Paycheck Protection Program Liquidity Facility, PPPLF) Programas de financiación para pymes que hayan quedado fuera de otras facilidades (Main Street Lending Program)	670 mm \$ 600 mm \$	100 12,5

FUENTE: Banco de España.

en marcha, o planean realizar, operaciones de compras de activos similares a las efectuadas por los bancos centrales de las economías avanzadas. Asimismo, en general, los bancos centrales de las economías emergentes han adoptado medidas de apoyo al crédito y de suministro de liquidez a los mercados financieros nacionales.

Cuadro 3.4

MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA ADOPTADAS PARA COMBATIR EL IMPACTO DEL CORONAVIRUS (cont.)

País	Recorte en el tipo de interés de referencia (hasta nivel, %)	Compras de activos	Cantidad máxima establecida	Apoyo al crédito	Cantidad	Respaldada por el Tesoro (%)
Japón	Se duplica el máximo de compras anuales de ETF	6 bn¥ adicionales (total anual: 12 bn¥)	Nueva facilidad de préstamo de hasta 1 año para entidades financieras (interés del 0 %; como colateral, la deuda empresarial y de las familias)	El máximo se alcanzaría si se utilizara toda la deuda empresarial y de las familias como colateral (25 bn ¥ en abril de 2020)	—	—
	Se duplica el máximo de compras anuales de J-REIT	90 mm de yenes adicionales (total anual: 180 mm ¥)	Aumento del límite para bonos empresariales en los balances bancarios, que podrán tener vencimientos de hasta 5 años (antes 3)	Compras de hasta 7,5 billones de yenes hasta marzo de 2021 (máximo en balance: 10,5 bn ¥)	—	—
			Aumento del límite para pagarés empresariales en los balances bancarios	Compras de hasta 7,5 billones de yenes hasta marzo de 2021 (máximo en balance: 9,5 bn ¥)	—	—
	Aumento de la adquisición de bonos públicos	Indefinida	Nueva facilidad de préstamo (interés de 0 %, vencimiento hasta un año y como colateral préstamos libres de intereses y garantías concedidos a través de las medidas dispuestas por el Gobierno)	El máximo se alcanzaría si se utilizaran todos los préstamos elegibles como colateral (30 bn ¥)	—	—
Reino Unido	-65 pb (0,1 %)	Ampliación de las compras de bonos soberanos y corporativos	+200 mm £ adicionales (+10 mm £ corporativos, +190 mm £ bonos del Gobierno). (total: 645 mm £)	TFSME: línea de financiación para pymes, durante 12 meses, a una tasa próxima al tipo de referencia	100 mm £ (estimaciones del BoE)	0
				CCFF: garantías estatales en préstamos a empresas afectadas, a través de la compra de papel comercial (a través del BoE)	Ilimitadas en principio, primera fase por valor de 330 mm £, se compartirán con los programas CBILS, CLBILS y BBLS del British Business Bank	100
China	MLF (1 año): -30 pb (2,95 %)	—	—	Facilidad de refinanciación a empresas afectadas por la epidemia	300 mm ¥	—
	Reverse repos: 7 días, -30 pb (2,20 %)			Facilidad de refinanciación/redescuento para créditos a pymes	900 mm ¥	—
	14 días, -10 pb (2,55 %)			Ampliación de la cuota de refinanciación y redescuento para bancos pequeños y de mediano tamaño	1000 mm ¥	—
	Préstamos preferenciales: 1 año, -30 pb (3,85 %); 5 años, -15 pb (4,65 %)			Emisión de bonos de instituciones financieras para aumentar el crédito concedido a pymes	300 mm ¥	—

FUENTE: Banco de España.

Cuadro 3.4

MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA ADOPTADAS PARA COMBATIR EL IMPACTO DEL CORONAVIRUS (cont.)

País	Medidas de liquidez en los mercados domésticos	Cantidad	Respaldada por el Tesoro (%)	Swaps de divisas / Provisión de liquidez a otros bancos centrales	Cantidad
Área del euro				Coordinada con otros bancos centrales	Bulgaria y Hungría (2 mm €), Rumanía (4,5 mm €) y Dinamarca (12 mm €)
					Sin límite especificado por la Reserva Federal
Estados Unidos	<i>Repos a 1 mes</i>	500 mm \$	—	Coordinada con otros bancos centrales	Para Australia, Brasil, Corea del Sur, México, Singapur y Suecia (60 mm \$)
	<i>Repos a 3 meses</i>	500 mm \$	—		
	Aumenta oferta <i>repos</i> a 1 día	+400 mm \$ (total: 500 mm \$)	—		Para Dinamarca, Noruega y Nueva Zelanda (30 mm \$)
	Aumenta oferta <i>repos</i> a 15 días	+25 mm \$ (total: 45 mm \$)	—		
	Facilidad de crédito para creadores de mercado (<i>Primary Dealer Credit Facility</i>)	-	—		
	Facilidad de financiación para los fondos de mercados monetarios (MMLF)	-	10 mm \$		
Japón	Operación puntual de inyección de liquidez mediante <i>repos</i> en marzo	500 mm ¥		Coordinada con otros bancos centrales	—
	Otras operaciones: <i>repo</i> de venta de títulos, de préstamo de títulos del Gobierno para utilizarlos en operaciones de inyección de liquidez en dólares, etc.	—			
Reino Unido	<i>Contingent Term Repo Facility</i> (CTR) para aumentar la liquidez en los mercados monetarios	—	—	Coordinada con otros bancos centrales	—
	Extensión temporal de la <i>Ways and Means Facility</i> (W&M), línea de crédito del Tesoro en el BoE				
China	Recortes en el coeficiente de reservas:	—	—	—	—
	— Segmentados (equivalentes a ~35 pb sobre el agregado, actualmente 10 %).				
	— Para pequeñas y medianas entidades (100 pb, actualmente 7 %)				
	Inyecciones de liquidez: Operaciones <i>reverse repo</i> por valor de 174 mm \$ y 71 mm \$	—	—		
	Reducción de la remuneración del exceso de reservas (del 0,72 % al 0,35 %)	—	—		

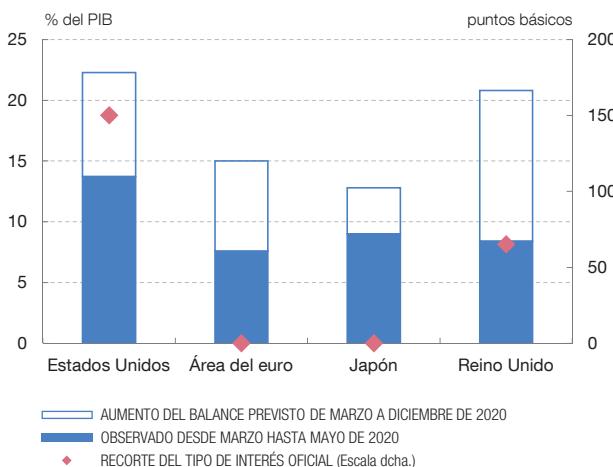
FUENTE: Banco de España.

Gráfico 3.3

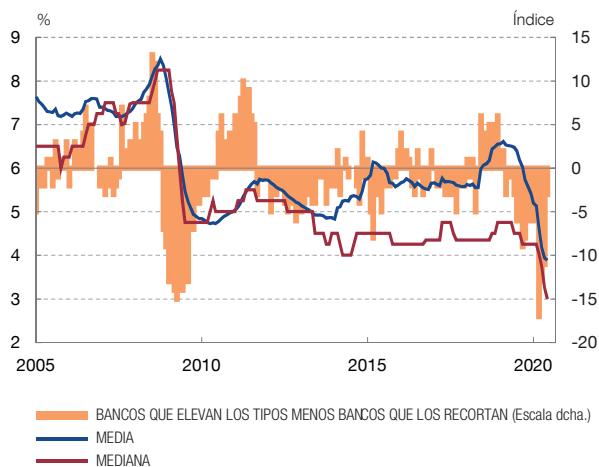
MEDIDAS ADOPTADAS POR LOS PRINCIPALES BANCOS CENTRALES

Las autoridades monetarias de las principales economías avanzadas y emergentes han reaccionado de manera rápida recortando los tipos de interés de referencia hasta niveles mínimos y empleando instrumentos no convencionales.

1 RECORTES DE TIPOS DE INTERÉS Y EXPANSIÓN MONETARIA EN ECONOMÍAS AVANZADAS (a)



2 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES EN ECONOMÍAS EMERGENTES



FUENTES: Bancos centrales y Banco de España a partir de informes de Reuters, JP Morgan, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Bank of America, Capital Economics y Barclays Capital.

a «Aumento del balance previsto de marzo a diciembre de 2020» se calcula a partir de las previsiones realizadas por analistas especializados para el tamaño total del balance en diciembre de 2020. «Observado desde marzo» se refiere al cambio en el tamaño total del balance entre el 28 de febrero y el 29 de mayo de 2020, expresado en puntos porcentuales del PIB de 2019. Los recortes de los tipos de interés hacen referencia a los realizados entre el 28 de febrero y el 29 de mayo de 2020.



3.4.2 Las actuaciones del BCE

Ante la crisis sanitaria del Covid-19, el 12 de marzo el BCE adoptó un amplio paquete de medidas expansivas de política monetaria con el objetivo de contribuir a mantener la provisión fluida de crédito a la economía real. En primer lugar, el BCE se comprometió a realizar compras netas de activos dentro de su programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) por valor de 120 mm de euros adicionales hasta el final de 2020. En segundo lugar, decidió llevar a cabo operaciones de financiación a plazo más largo (LTRO, por sus siglas en inglés) para ofrecer liquidez inmediata y en condiciones favorables a los bancos hasta junio de 2020, fecha de la segunda operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-III, por sus siglas en inglés) prevista en este año²³. Y, en tercer lugar, con el objetivo de respaldar el crédito bancario a los agentes más afectados por la propagación del Covid-19, en particular a las pequeñas y medianas empresas, el BCE acordó aplicar condiciones considerablemente más favorables entre junio de 2020 y junio de 2021 a todas las operaciones TLTRO-III vigentes durante ese

23 En estas nuevas operaciones LTRO, el tipo de interés aplicable es el tipo medio (durante la vida de la operación) de la facilidad de depósito (DFR, por sus siglas en inglés, actualmente en el -0,50%) y existe adjudicación plena.

período²⁴. En paralelo, el Mecanismo Único de Supervisión europeo decidió permitir a los bancos utilizar de forma temporal sus colchones de capital y de liquidez, con el objetivo de facilitar que estas entidades continúen cumpliendo con su papel de financiar a la economía real (véase epígrafe 3.5).

Con el fin de contrarrestar los graves riesgos para el mecanismo de transmisión de la política monetaria y para las perspectivas de la zona del euro derivados de la pandemia, el 18 de marzo el BCE anunció un nuevo Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés), que se amplió en el Consejo de Gobierno del 4 de junio. Este programa temporal de compra de valores del sector público y privado se puso en marcha con una dotación inicial de 750 mm de euros hasta finales de 2020. Posteriormente, el 4 de junio, se amplió a 1.350 mm de euros hasta al menos junio de 2021, y se anunció que se reinvertiría el principal de los valores adquiridos según vayan venciendo como mínimo hasta el final de 2022. En el marco de este programa, las compras se realizan de manera flexible y se permiten fluctuaciones en su distribución tanto a lo largo del tiempo como por jurisdicciones o tipos de activo. No obstante, en el caso de las compras de bonos públicos, su distribución por jurisdicciones continúa guiándose por la clave de capital, sin perjuicio de la mencionada aplicación flexible del programa en el corto plazo. En el Consejo de Gobierno extraordinario de 18 de marzo, se acordó, además, incluir el papel comercial no financiero dentro de la gama de activos admisibles en el marco del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, por sus siglas en inglés). El PEPP, junto con las nuevas compras del APP, supondrán un aumento de la cartera de los programas de compra de valores del Eurosistema hasta el entorno de los 4,4 billones de euros en junio de 2021 (véase gráfico 3.4.1).

Además, durante el mes de abril, el BCE adoptó una serie de medidas temporales de flexibilización de los criterios de admisión de los activos de garantía del Eurosistema. El objetivo principal de estas actuaciones es ampliar la capacidad de petición de fondos de los bancos en las operaciones de financiación del Eurosistema y apoyar la provisión de crédito bancario a empresas y hogares (véase recuadro 3.2 para más detalles). Adicionalmente, en su reunión del 30 de abril, el BCE introdujo nuevas LTRO de emergencia frente a la pandemia (PELTRO, por sus siglas en inglés) para apoyar las condiciones de liquidez en el sistema financiero²⁵.

24 Las condiciones de las TLTRO-III fueron objeto de una mejora adicional en la reunión del BCE de 30 de abril. Tras esta recalibración, el tipo máximo aplicable durante el período de junio de 2020 a junio de 2021 es 50 pb inferior al tipo medio de las operaciones principales de financiación a largo plazo (MRO, por sus siglas en inglés, actualmente en el 0%). Para las entidades que mantengan sus niveles de provisión de crédito, el tipo de interés será 50 pb inferior al DFR medio. Además, para estas operaciones, el límite de petición de fondos por entidad se ha incrementado hasta el 50 % de sus préstamos admisibles.

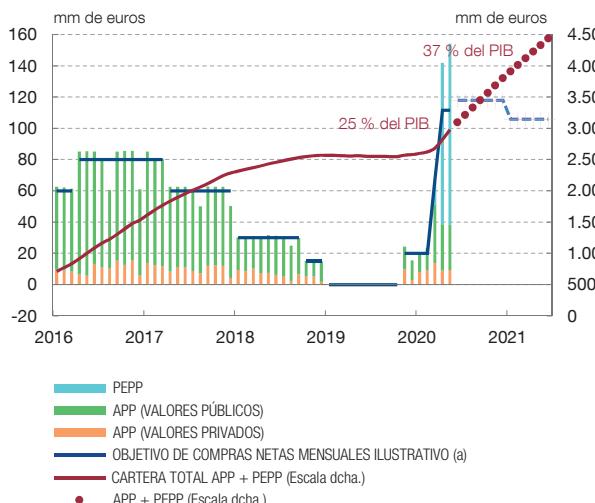
25 En particular, se llevarán a cabo siete operaciones, comenzando en mayo, con plazos de vencimientos escalonados en el tercer trimestre de 2021. Estas operaciones se efectuarán mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, a un tipo de interés 25 pb inferior al tipo MRO medio vigente durante la vida de cada PELTRO.

Gráfico 3.4

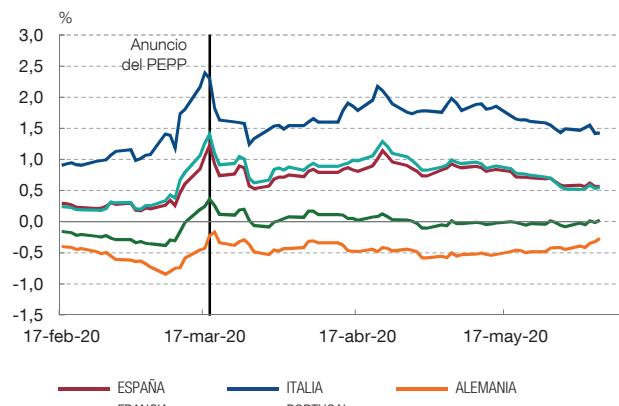
EL BCE HA ADOPTADO UN AMPLIO PAQUETE DE MEDIDAS EXPANSIVAS DE POLÍTICA MONETARIA

El BCE ha adoptado un amplio paquete de medidas con el objetivo de contribuir a mantener la provisión fluida de crédito a la economía real y contrarrestar los riesgos para el mecanismo de transmisión de la política monetaria derivados del brote de coronavirus. Estas medidas incluyen tanto programas de provisión de liquidez (LTRO, TLTRO-III y PELTRO) como de compras de activos (APP y PEPP).

1 PROGRAMA DE COMPRA DE VALORES (APP)



2 TIPOS DE INTERÉS DE BONOS SOBERANOS A DIEZ AÑOS



FUENTES: Banco Central Europeo y Thomson Reuters Datastream.

a En el objetivo de compras netas mensuales a partir de junio de 2020 (línea azul discontinua), a los 20 mm de euros mensuales aprobados el año anterior se ha añadido el importe mensual correspondiente a las compras netas adicionales de 120 mm de euros del APP (aprobadas el 12 de marzo) y de 1.350 mm de euros correspondientes al PEPP (aprobado el 18 de marzo y extendido y aumentado el 4 de junio), que se realizarán hasta junio de 2021, según el supuesto, a modo ilustrativo, de reparto uniforme de dichas compras hasta junio de 2021 (en la práctica, las compras podrán distribuirse de forma flexible en el tiempo). Sobre la base de las compras totales anunciadas, el volumen de activos del APP y del PEPP en el balance del Eurosistema a junio de 2021 alcanzará el 37 % del PIB del área del euro en 2019.



En suma, la reacción del BCE ha sido, en general, notablemente más enérgica que tras la crisis financiera de 2008. Como se ha discutido, las principales medidas del BCE se han centrado en sus programas de compras de activos (APP y PEPP) y en sus programas de financiación a largo plazo (LTRO, TLTRO-III y PELTRO). Como resultado de estas medidas, se espera que el tamaño del balance del Eurosistema aumente, al menos, en cerca de 2 billones de euros durante 2020²⁶, sensiblemente por encima del incremento de algo más de medio billón de euros que se produjo tras la respuesta inicial del BCE a la crisis iniciada en 2008. La reacción de la autoridad monetaria europea en aquella ocasión se centró, fundamentalmente, en la reducción de sus tipos de interés oficiales y, por otro lado, en el establecimiento de las subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena (FRFA, por sus siglas en inglés) en las operaciones de financiación desde octubre de 2008, con el objetivo de proveer de la liquidez necesaria a las instituciones financieras del área del euro.

26 Así se desprende de una encuesta de Reuters a profesionales del sector financiero, mayoritariamente bancos, realizada en mayo de 2020.

Las medidas desplegadas recientemente por el BCE parecen estar teniendo una efectividad considerable y, en particular, el anuncio del PEPP produjo una notable relajación de las condiciones financieras del área del euro. Por una parte, los bancos europeos estarían empleando la liquidez ofrecida por el Eurosistema para proporcionar crédito a la economía real. Así se desprende de la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB) de la zona del euro de abril de 2020, en la que un 74 % de los bancos consultados indican que esperan utilizar la liquidez proporcionada por las TLTRO-III para conceder préstamos a hogares y empresas durante los seis meses siguientes. En este sentido, conviene resaltar que en la cuarta subasta del programa TLTRO-III, celebrada el 18 de junio, la demanda fue de 1,3 billones de euros, cifra muy superior a la de las tres subastas anteriores, cuyo volumen máximo habían sido los 115 mm de euros registrados en la subasta de marzo de 2020. Por otra parte, el anuncio del PEPP provocó una importante relajación de las condiciones financieras del área del euro. Dicha relajación incluyó una fuerte caída de los rendimientos de la deuda soberana (véase gráfico 3.4.2), pero también afectó a otros indicadores financieros, como ilustra el recuadro 3.3 mediante una metodología de «estudio de evento».

La relajación de las condiciones financieras propiciada por el PEPP se revirtió parcialmente en el mes de abril, ante el empeoramiento progresivo de las perspectivas económicas de la UEM, para volver a mejorar posteriormente a lo largo de mayo y junio, en parte posiblemente vinculado a la ampliación del PEPP. Después de los mínimos alcanzados a finales de marzo, tras el anuncio del PEPP, los rendimientos y los diferenciales de la deuda soberana se elevaron de nuevo, hasta alcanzar, a finales de abril, niveles cercanos a los máximos anteriores al anuncio del programa. Sin embargo, los anuncios de nuevas medidas de estímulo por parte de las autoridades nacionales y supranacionales, así como la ampliación del programa PEPP a comienzos de junio, dieron paso a una nueva reducción de los diferenciales de la deuda soberana hasta niveles que, a fecha de cierre de este Informe, continúan siendo, no obstante, algo superiores a los existentes antes de la crisis. En todo caso, estas dinámicas ponen de manifiesto la importancia de acompañar el elevado volumen de estímulo monetario dispuesto por el BCE con una respuesta de política fiscal amplia dentro de la UEM. Esta respuesta debe incorporar instrumentos de inversión y financiación comunes, en línea con la reciente propuesta de la CE, especialmente en un contexto en que el espacio fiscal del que gozan algunos países es relativamente limitado, tal y como se ilustra en el recuadro 3.4.

3.5 Las respuestas de las autoridades financieras

En el contexto de la supervisión bancaria, las medidas para mitigar los efectos del Covid-19 se han extendido a distintos ámbitos. Estas medidas abarcan, entre otras, decisiones macroprudenciales, microprudenciales y contables. Su objetivo

común es que, en el entorno adverso actual, el sistema financiero siga proporcionando la financiación necesaria a los hogares y las empresas para que puedan afrontar la caída de sus ingresos, que en muchos casos se prevé que sea de naturaleza fundamentalmente transitoria.

En cuanto a la política macroprudencial, numerosos países han liberado el Colchón de Capital Anticíclico (CCA). Muchas economías europeas que habían activado el CCA en el pasado, generalmente como consecuencia de un crecimiento excesivo del crédito, han procedido ahora a su liberación (fijándolo en el 0 %)²⁷. En España, el CCA se encontraba en el 0 %, dada la ausencia de señales de alerta que aconsejaran su activación. Tras la irrupción del Covid-19, se anticipa que este instrumento no se activará por un período de tiempo prolongado, al menos hasta que los principales efectos económicos y financieros derivados de la crisis actual se hayan disipado. En este sentido, una lección importante de la perturbación actual es la necesidad de que los requerimientos de capital liberables ante situaciones de crisis macrofinanciera ganen peso entre los requerimientos totales que se solicitan a las entidades y se adapten a la evolución cíclica de la economía en mayor medida que en el pasado. En efecto, la acumulación de un nivel más elevado de estos requerimientos cíclicos de capital concedería, en estos momentos, un mayor margen a las entidades, no solo para amortiguar las fluctuaciones del ciclo financiero, sino también para afrontar el impacto de perturbaciones como la actual, cuyo origen no se sitúa en el propio el sistema financiero.

Además, se permitirá que las entidades operen temporalmente por debajo de los requerimientos regulatorios habituales de capital y de liquidez. Aunque en España no se había llegado a activar el CCA, los bancos españoles sí han acumulado otros colchones y requerimientos de capital a lo largo de los últimos años, con el fin, precisamente, de ser utilizados para absorber pérdidas ante escenarios de materialización de riesgos, como el generado por el Covid-19. En este sentido, el BCE y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés) han impulsado la utilización de los colchones de capital y de liquidez disponibles por parte de las entidades de crédito, así como el uso oportuno de la flexibilidad existente en la regulación prudencial para acomodarse a la nueva situación. Asimismo, la Junta Única de Resolución (JUR) también ha aclarado cómo supervisará, en el entorno actual, el cumplimiento de los requerimientos mínimos de pasivos elegibles (*Minimum Required Eligible Liabilities*, MREL). Estos requerimientos, diseñados para absorber pérdidas en caso de resolución, serán supervisados de forma que no limiten la capacidad de uso de los colchones de capital liberados o flexibilizados por las autoridades²⁸.

27 Véase Banco de España (2020).

28 Esta situación se produciría en aquellos casos en los que sea necesario contabilizar los colchones de capital para el cómputo de los requerimientos de MREL, lo que efectivamente impediría el uso de estos colchones para absorber pérdidas si la JUR no adoptara medidas mitigadoras.

En el ámbito microprudencial, se 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. Los procesos supervisores se han adaptado para ajustar los recursos operativos comprometidos por las entidades, de modo que estos puedan ser utilizados para contribuir a la continuidad del negocio. En este sentido, la Autoridad Bancaria Europea (ABE) decidió posponer el ejercicio bianual de pruebas de resistencia hasta 2021. No obstante, esta institución ha publicado un análisis de sensibilidad para evaluar el impacto del Covid-19 a partir de la información recabada en el ejercicio de estrés de 2018²⁹. Adicionalmente, la ABE ha publicado su ejercicio de transparencia de 2020 con datos relativos a 127 bancos europeos, en el que se detalla su posición financiera en diciembre de 2019³⁰. Por su parte, la Supervisión Bancaria del BCE solicitó a las entidades que incluyeran el riesgo de pandemia en sus planes de contingencia y que revisaran sus planes de continuidad de negocio. Asimismo, se han extendido los plazos para el cumplimiento de las medidas correctoras requeridas en las inspecciones *in situ* y en las revisiones de modelos internos ya concluidas, y se ha permitido la aplicación flexible de la guía del BCE sobre activos dudosos.

Por su parte, el 28 de abril, la Comisión Europea presentó un paquete de medidas destinado a alentar que los bancos hagan pleno uso de la flexibilidad incorporada en el marco prudencial y contable de la UE y a introducir una serie de ajustes a la regulación aplicable para facilitar el crédito bancario a hogares y empresas. En este conjunto de medidas se incluía una Comunicación Interpretativa del marco prudencial y contable de la UE y una propuesta de cambios, denominada *quick fix*, a la CRR (siglas de Capital Requirements Regulation), que fue aprobada por el Consejo y el Parlamento en el mes de junio y ya ha entrado en vigor. Entre otras medidas, esta modificación de la CRR retrasa en un año la entrada en vigor del requerimiento de colchón de la ratio de apalancamiento para las entidades sistémicas globales que introduce la CRR2, al tiempo que adelanta la entrada en vigor de algunas de las medidas acordadas en 2019 en la revisión de la CRR (incluyendo los factores de apoyo a pymes e infraestructuras, así como los cambios sobre el tratamiento prudencial del *software* que está finalizando la ABE). Además de ello, se introducen cambios al tratamiento transitorio de las provisiones IFRS 9 en el marco prudencial (en línea con los cambios acordados por el Comité de Basilea recientemente), así como otros ajustes adicionales al marco que permiten una reducción en los requerimientos de capital de las entidades de crédito. Entre estos cambios se incluyen un tratamiento favorable de los préstamos con garantía pública a efectos del *backstop* prudencial para préstamos dudosos, ajustes relacionados con la posibilidad de excluir las reservas en Bancos Centrales de la ratio de apalancamiento, la posibilidad de obviar fallos de predicción de los modelos

29 Véase *Thematic note - Preliminary analysis of impact of COVID-19 on EU banks – May 2020. EBA/REP/2020/17*.

30 Véase *2020 EU-wide transparency exercise*.

de riesgo de mercado durante los años 2020 y 2021, así como un tratamiento prudencial favorable de forma transitoria para la deuda soberana emitida en euros por países de la UE no pertenecientes a la zona del euro.

En materia contable, se han adoptado medidas para evitar un comportamiento excesivamente procíclico y mecánico de las provisiones que podría ocasionar un efecto contractivo sobre la oferta de crédito bancario a la economía real. Las medidas se centran en clarificar la correcta interpretación de la normativa contable para calcular el deterioro por riesgo de crédito de los activos financieros. En concreto, estas medidas tratan de mejorar la distinción entre deterioros temporales y permanentes de la calidad crediticia, y de tener en cuenta el valor de las garantías públicas concedidas. Esta adaptación contable debería limitar el ritmo de crecimiento de las provisiones por deterioro y moderar su impacto negativo sobre la rentabilidad. No obstante, las guías supervisoras consideran también que las medidas adoptadas en esta área no deben dificultar la medición de deterioros efectivos y la dotación de coberturas razonables por riesgo de crédito, y deben proporcionar a las entidades los incentivos necesarios para el mantenimiento de unos estándares adecuados. Entre los objetivos de las autoridades está también reducir temporalmente la cantidad de información contable requerida, para liberar así recursos operativos adicionales.

Se ha recomendado la suspensión temporal del reparto de dividendos y la prudencia en la retribución variable a los empleados (bonus), para canalizar la generación de resultados hacia el refuerzo de la solvencia de las entidades. En marzo de 2020, el BCE³¹ y la Autoridad Bancaria Europea³² recomendaron a las entidades que no distribuyesen dividendos para los ejercicios 2019 y 2020, al menos hasta el 1 de octubre de este año, y que se abstuvieran de llevar a cabo recompras de acciones para remunerar a sus accionistas. El Banco de España ha extendido esta recomendación a las entidades españolas bajo su supervisión³³. La CNMV y el Colegio de Registradores de España han emitido un comunicado conjunto para indicar cómo han de proceder las entidades que hayan aprobado un dividendo y quieran realizar modificaciones³⁴. Todas las entidades significativas españolas que estaban en condiciones legales de suspender o aplazar el dividendo sobre los resultados de 2019 han seguido la recomendación del BCE y lo han hecho.

Las medidas adoptadas por los supervisores sectoriales se han visto complementadas y reforzadas por un conjunto de recomendaciones macroprudenciales de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS)³⁵. En

31 Véase nota de prensa del Banco Central Europeo de 27 de marzo de 2020.

32 Véase EBA Statement on dividends distribution, share buybacks and variable remuneration, de 31 de marzo de 2020.

33 Véase nota de prensa del Banco de España de 27 de marzo de 2020.

34 Véase Comunicado conjunto del Colegio de Registradores de España y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en relación con las cuentas anuales y la propuesta de aplicación del resultado de sociedades mercantiles en el contexto de la crisis sanitaria derivada del Covid-19, de 26 de marzo de 2020.

35 Véanse las notas de prensa de la JERS de 14 de mayo de 2020 y de 8 de junio de 2020.

primer lugar, la JERS ha recomendado la extensión de las limitaciones sobre la distribución de dividendos a todo el sistema financiero de la UE y las ha ampliado hasta, al menos, el 1 de enero de 2021. Adicionalmente, ha emitido recomendaciones sobre la remuneración variable³⁶ y ha emitido una recomendación para desarrollar, tanto a escala nacional como de la UE, un marco de seguimiento de las implicaciones sobre la estabilidad financiera de las medidas de apoyo a la economía introducidas por los Estados miembros en respuesta a la crisis del Covid-19³⁷. Además, la JERS ha publicado una recomendación, dirigida a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés), para que coordine con las autoridades nacionales un ejercicio de supervisión destinado a evaluar el grado de preparación de los fondos de inversión con exposiciones significativas a valores de renta fija privada y a activos inmobiliarios ante posibles presiones de reembolso en el futuro³⁸. Por último, la JERS ha emitido una recomendación con actuaciones orientadas a mitigar potenciales riesgos de liquidez y efectos procíclicos vinculados a los requerimientos de márgenes de variación en la liquidación de valores por parte de cámaras de contrapartida central³⁹.

36 Véase la Recomendación de la ESRB/2020/7 de la JERS.

37 Véase la Recomendación de la ESRB/2020/8 de la JERS.

38 Véase la Recomendación de la ESRB/2020/4 de la JERS.

39 Véase la Recomendación de la ESRB/2020/6 de la JERS.

BIBLIOGRAFÍA

- Arce, Ó., I. Kataryniuk, P. Marín y J. Pérez (2020). *Reflexiones sobre el diseño de un Fondo de Recuperación europeo*, Documentos Ocasionales, n.º 2014, Banco de España
- Albrizio, S., A. Buesa, M. Roth y F. Viani (2020). «The real effects of trade uncertainty», Banco de España, mimeo.
- Banco Central Europeo (2018). *Strengthening the Global Financial Safety Net. Moving relations between the IMF and Regional Financing Arrangements forward*, Occasional Paper, n.º 207.
- Banco de España (2020). «Medidas macroprudenciales adoptadas en Europa ante el Covid-19», recuadro 3.1, *Informe de Estabilidad Financiera*, primavera de 2020.
- (2019a). «El diseño de la política monetaria en el medio y en el largo plazo», capítulo 3, *Informe Anual 2018*.
- (2019b). «Consecuencias económicas de los cambios demográficos», capítulo 4, *Informe Anual 2018*.
- Berganza, J. C., R. Campos, E. Martínez y J. Pérez (2020). «El agotamiento del dividendo demográfico en Latinoamérica: retos para las políticas económicas y sociales», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2020, Banco de España.
- Caldara, D., M. Iacoviello, P. Molligo, A. Prestipino y A. Raffo (2020). «The economic effects of trade policy uncertainty», *Journal of Monetary Economics*, enero, vol. 109, pp. 38-59.
- Cuadro-Sáez, L., F. López-Vicente, S. Párraga y F. Viani (2020). *Medidas de política fiscal en respuesta a la crisis sanitaria en las principales economías del área del euro, Estados Unidos y el Reino Unido*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.
- Fondo Monetario Internacional (2020a). *Fiscal Monitor*, abril.
- (2020b). *World Economic Outlook Update, June 2020*.
- Garrido, I., P. Moreno y X. Serra (2016). «El nuevo mapa de las Instituciones Financieras Internacionales», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.
- Jimeno, J. F., F. Smets y J. Yiangu (2014). «Secular stagnation: a view from the Eurozone», capítulo 13, en C. Teulings y R. Baldwin (eds.), *Secular stagnation: facts, causes and cures*, pp. 153-164, CEPR.
- Kohlscheen, E., B. Mojon y D. Rees (2020). «The macroeconomic spillover effects of the pandemic on the global economy», *BIS Bulletin*, n.º 4.
- Summers, L. (2015). «Demand Side Secular Stagnation», *The American Economic Review*, mayo, vol. 105, n.º 5, pp. 60-65.

LA RESPUESTA FINANCIERA DEL FMI A LA CRISIS DEL COVID-19

La reacción del Fondo Monetario Internacional (FMI) ante la irrupción de la emergencia sanitaria provocada por el Covid-19 y la crisis originada por el confinamiento de gran parte de la población mundial y por la paralización de amplios sectores económicos a nivel global ha sido rápida y energética. Su respuesta inicial se ha orientado, principalmente, hacia las economías más vulnerables ante la pandemia desde el punto de vista sanitario, pero también hacia aquellas economías emergentes potencialmente más afectadas por los flujos de salida de capitales que se han producido en algunas regiones.

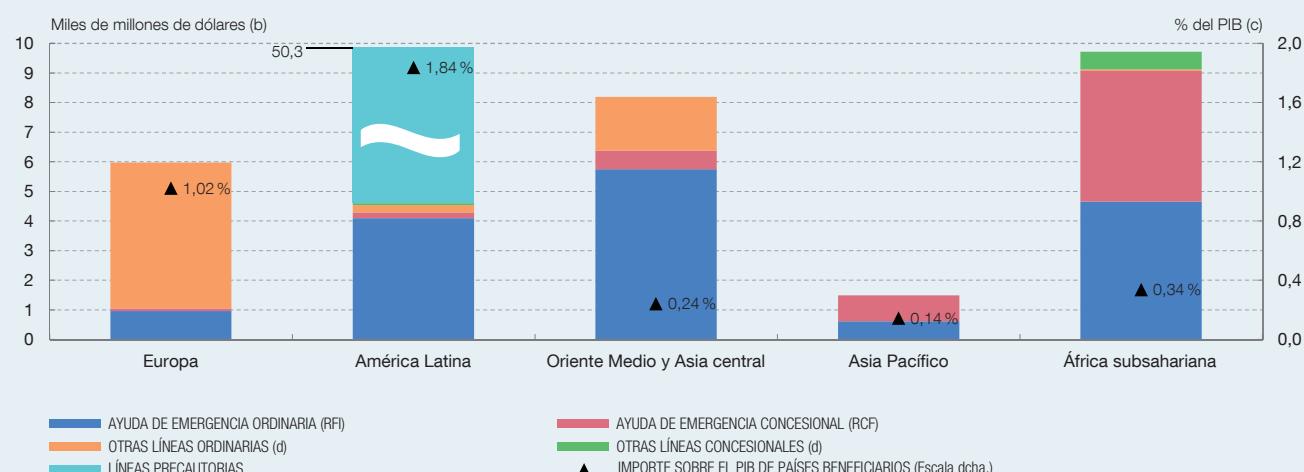
Las medidas de apoyo que ha adoptado el FMI se han concentrado, fundamentalmente, en potenciar su asistencia financiera de emergencia con carácter temporal, aliviar la deuda de los países de bajos ingresos más vulnerables y ofrecer liquidez a corto plazo a través de una nueva línea de crédito¹. Al cierre de este Informe, el Fondo todavía no había decidido si complementar estas medidas con una emisión general de su moneda, los derechos especiales de giro (DEG), distribuida proporcionalmente entre todos sus miembros.

En cuanto a su asistencia financiera de emergencia, el FMI ha aprobado el aumento de los límites de acceso a sus líneas de crédito de emergencia: el Instrumento de Financiamiento Rápido (*Rapid Financing Instrument*, RFI), disponible para la generalidad de los miembros del Fondo, y el Servicio de Crédito Rápido (*Rapid Credit Facility*, RCF), un instrumento concesional destinado únicamente a los países de bajos ingresos. En concreto, el límite de acceso anual de ambas líneas se ha incrementado del 50 % al 100 % de la cuota del país en el FMI, y el límite acumulativo, del 100 % al 150 %, por un período inicial de seis meses con posibilidad de renovación. Ninguno de estos instrumentos requiere la aplicación de un programa económico ni el cumplimiento de condicionalidad.

Hasta el momento, el FMI ha recibido peticiones de asistencia financiera de emergencia de un centenar de países, en su mayoría de bajos ingresos, y ha aprobado ayudas por importe de casi 70.000 millones de dólares, cifra que previsiblemente seguirá aumentando. El gráfico 1 muestra toda la asistencia financiera —no solo

Gráfico 1
ASISTENCIA FINANCIERA DEL FMI APROBADA DESDE EL INICIO DE LA PANDEMIA (a)

VOLUMEN ABSOLUTO Y RELATIVO DE LA ASISTENCIA FINANCIERA A CADA REGIÓN



FUENTE: Banco de España, a partir de información del FMI.

- a Incluye los préstamos aprobados hasta el 10 de junio.
- b Tipo de cambio a 1 de junio.
- c PIB de 2019 según WEO de abril de 2020.
- d Nuevos préstamos y ampliación de líneas previas.

1 Véase *Comunicado de la Cuadragésima Primera Reunión del CMFI*, 16 de abril de 2020.

LA RESPUESTA FINANCIERA DEL FMI A LA CRISIS DEL COVID-19 (cont.)

de emergencia— por regiones aprobada por el FMI desde el inicio de la pandemia hasta la fecha de cierre de este Informe.

En cuanto al alivio de la deuda para los países de bajos ingresos más vulnerables, el FMI ha adaptado a la nueva situación de pandemia global el Fondo Fiduciario para Alivio y Contención de Catástrofes (*Catastrophe-Containment and Relief Trust*, CCRT), un fondo fiduciario nutrido por aportaciones voluntarias de sus miembros, con el propósito de facilitar que los países más vulnerables puedan liberar recursos financieros para reorientarlos al fortalecimiento sanitario y asistencial de emergencia. Asimismo, el FMI ha dado luz verde a la condonación inmediata de los vencimientos de la deuda de 25 de los 33 países cubiertos por el CCRT, la mayoría de ellos del África subsahariana, por valor de 215 millones de dólares, durante un período inicial de seis meses y con finalización en octubre. Este plazo podría prolongarse hasta un máximo de dos años, sujeto a la disponibilidad de recursos en el servicio fiduciario. Con este objetivo, el FMI ha abierto una ronda de captación de recursos por importe de unos 1.000 millones de dólares para el CCRT. También en el ámbito de la financiación concesional, el Fondo ha puesto en marcha otra ronda de obtención de recursos para préstamos y subsidios en el Fondo Fiduciario para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza (*Poverty Reduction and Growth Trust*, PRGT) de alrededor de 19.000 millones de dólares². Por último, en paralelo a la reforma del CCRT, el FMI y el Banco Mundial³ han realizado un **llamamiento conjunto** a los miembros del G-20 para que los acreedores oficiales bilaterales suspendan la obligatoriedad del pago de la deuda de los países de bajos ingresos que soliciten una moratoria (véase el epígrafe 3.2 de este Informe).

En cuanto a la provisión de liquidez en el corto plazo, el FMI ha creado una nueva línea de crédito, denominada Línea de Liquidez a Corto Plazo (*Short-Term Liquidity Line*, SLL), para suministrar liquidez a economías —principalmente emergentes— con sólidos fundamentos económicos, pero sujetas a presiones moderadas de balanza de pagos⁴. La SLL establece los mismos criterios de acceso que el instrumento precautorio Línea de Crédito Flexible (*Flexible Credit Line*, FCL), financiación por importe del 145 % de la cuota del país, vigencia de un año (con renovaciones indefinidas), disposición rotatoria y cargas financieras más favorables que el resto de las líneas de crédito del Fondo⁵. Este instrumento contribuirá a potenciar el papel del Fondo en la red de seguridad financiera global, sobre todo en la medida en que podrá facilitar la provisión de liquidez a economías que se encuentran fuera de la red de líneas swap proporcionadas por los principales bancos centrales. Las primeras estimaciones del Fondo apuntan a una demanda potencial cifrada en unos 50.000 millones de dólares, si bien al cierre de este Informe no se ha hecho ninguna petición. La SLL se revisará dentro de cinco años y, en caso de no renovación, se cancelaría dentro de siete años.

Una medida adicional de apoyo destinada a la generalidad de los miembros del FMI es la posibilidad de que este lleve a cabo una emisión general de DEG⁶ por un importe que podría situarse en los 500.000 millones de dólares, y que se repartiría entre todos los miembros en función de su cuota en el FMI. Se trata de una opción discutida recurrentemente en el seno del Fondo, y arbitrada durante la crisis financiera global (CFG), pero que todavía no cuenta con el respaldo suficiente para su aprobación. Las emisiones de DEG tienen por finalidad cubrir necesidades globales de liquidez a largo plazo muy elevadas para

2 En este contexto, el Banco de España ha comprometido con el PRGT que administra el FMI 750 millones de DEG (unos 1.000 millones de dólares), en concepto de principal, para la concesión de préstamos concesionales destinados a países de bajos ingresos.

3 Véase *Declaración conjunta del Grupo Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional sobre un llamamiento a la acción respecto de la deuda de los países de la AIF*, 25 de marzo de 2020.

4 Véase Fondo Monetario Internacional (2020), *IMF COVID-19 Response—A New Short-Term Liquidity Line to Enhance the Adequacy of the Global Financial Safety Net*, Policy Paper n.º 20/025, abril.

5 Entre otras diferencias con la SLL, la FCL cubre todo tipo de desequilibrios exteriores, carece de límite de acceso y puede tener una vigencia de hasta dos años, con revisión anual intermedia. El FMI confía en que, en determinados casos, la SLL pueda servir de instrumento que facilite la salida de una FCL preexistente.

6 El FMI creó los DEG en 1969 como un activo de reserva internacional complementario del oro y el dólar estadounidense. Los DEG no son ni una divisa ni un activo contra el Fondo, sino un activo frente a otras monedas consideradas de libre utilización, además de ser la unidad de cuenta del Fondo y de otros organismos internacionales. Los DEG únicamente pueden ser mantenidos y utilizados por países miembros del FMI, por el propio Fondo y por determinados organismos autorizados. El FMI asigna DEG incondicionalmente. Las asignaciones generales de DEG se hacen en proporción a la cuota de los países en el Fondo. Cada cinco años, como mínimo, el FMI revisa el estado de la liquidez global a largo plazo y, en ese contexto, decide si se realiza una nueva asignación general. Solo se han efectuado asignaciones generales de DEG en tres ocasiones, a las que hay que añadir otra asignación, de carácter especial, acordada por motivos de equidad. Los estatutos del Fondo contemplan también la posibilidad de cancelar DEG, aunque hasta la fecha no se ha producido ninguna cancelación.

LA RESPUESTA FINANCIERA DEL FMI A LA CRISIS DEL COVID-19 (cont.)

suplementar el volumen agregado de reservas existente. Los países contrarios a esta medida argumentan que actualmente no se dan las carencias estructurales de liquidez que prevén los estatutos del Fondo para lanzar una nueva emisión. También inciden en la escasa utilización de los DEG emitidos en 2009 con motivo de la CFG, en el hecho de que supongan financiación adicional sin condicionalidad asociada, o en la escasa profundidad y estrechez del mercado de DEG. Al distribuirse en función de la cuota de cada país en el FMI, el grueso de las emisiones se destina a países avanzados y economías emergentes que, por lo general, ya disponen de activos de reserva con plena convertibilidad. En el contexto actual, alrededor del 52 % de la emisión iría a parar a estos países y, del 48 % restante, solo el 3,3 % se destinaría a países de bajos ingresos. Una solución para corregir esta asimetría es la posibilidad de que las economías excedentarias de DEG comprometan voluntariamente estos excedentes para la concesión de préstamos concesionales del FMI. La evolución de la crisis y sus efectos sobre la liquidez global determinarán, en última instancia, la decisión de emitir o no la moneda del Fondo en los próximos trimestres.

Por otra parte, la crisis del Covid-19 ha reavivado el debate público sobre la suficiencia de los recursos del FMI. En estos momentos, la capacidad de préstamo del FMI ronda el billón de dólares. El 45 % de este importe corresponde a las cuotas de sus miembros, un 20 % a fondos procedentes de los Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos (*New Arrangements to Borrow*, NAB), y el 35 % restante a préstamos bilaterales del FMI con algunos

miembros. Los NAB forman la segunda línea de defensa para atender la demanda de financiación del FMI, tras las cuotas, y los préstamos bilaterales la tercera. En la fecha de cierre de este Informe, alrededor del 80 % de la capacidad de préstamo del Fondo no estaba comprometida, y su liquidez, calculada para un horizonte de un año, se situaba en 225.000 millones de dólares y estaba respaldada únicamente por las cuotas. Sin embargo, un aumento de la demanda de préstamo ordinario, en conjunción con la aprobación —y eventual desembolso— de las líneas SLL, podría exigir la activación de los NAB y, de forma subsidiaria, del endeudamiento bilateral.

En principio, los recursos actuales del FMI deberían ser suficientes para atender la demanda de préstamos prevista. Sin embargo, la gravedad de la crisis y la incertidumbre —todavía elevada— acerca de su posible evolución en los próximos trimestres no permiten descartar escenarios más extremos, en los que, además, una parte importante de los miembros del Fondo podría ser reticente a aumentar los recursos de la institución. En este sentido, conviene destacar que, en enero de 2021, está prevista una recomposición de la financiación ajena del Fondo, con una duplicación de los NAB y un repliegue prácticamente a la mitad de los préstamos bilaterales, lo que dejaría su tamaño total prácticamente inalterado. Sin embargo, parte de la membresía del FMI, sobre todo las economías emergentes más dinámicas, continúan reclamando una decidida ampliación de cuotas que sirva tanto para apuntalar la capacidad de préstamo del Fondo como para corregir su infrarrepresentación en la institución.

LA FLEXIBILIZACIÓN DEL MARCO DE GARANTÍAS DEL EUROSISTEMA

A lo largo de los meses de marzo y abril del presente año, el Consejo de Gobierno del BCE activó un paquete amplio de medidas para garantizar la liquidez y relajar las condiciones de financiación ante las tensiones generadas por el Covid-19. Entre otras, destacan la ampliación de las compras de activos (incremento de cantidades en el *Asset Purchase Programme* ya existente y puesta en marcha del *Pandemic Emergency Purchase Programme*), los cambios en las operaciones de inyección de liquidez a las entidades de crédito, y la flexibilización de los criterios de admisión de los activos aceptables como garantía en dichas operaciones (véase epígrafe 3.3). El objetivo de este recuadro es desarrollar con cierto detalle este último componente del paquete.

En el marco de la política monetaria del Eurosistema, las operaciones de provisión de liquidez deben estar adecuadamente garantizadas por las entidades de contrapartida. Las garantías aceptables por los bancos centrales nacionales (BCN) son activos financieros negociables y no negociables que cumplen una serie de criterios de admisión y a los que se les aplica un recorte en su valoración en función del nivel de riesgo del activo.

En abril de 2020, el Consejo de Gobierno del BCE introdujo una serie de medidas temporales para evitar que una eventual escasez de activos de garantía ligada a la pandemia pudiera reducir la capacidad de las entidades para obtener liquidez de sus BCN y, por consiguiente, dañar la transmisión de la política monetaria y mermar la concesión de crédito a la economía. La crisis económica provocada por la epidemia de Covid-19 puede afectar negativamente tanto al valor de los activos que se utilizan como garantía como a la propia aceptación de dichos activos si termina generando rebajas de su calificación crediticia que los excluyan del conjunto de los que son aceptables en este tipo de operaciones.

Las medidas adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE pueden agruparse en tres grandes categorías.

En primer lugar, algunas de las medidas han sido de aplicación inmediata y homogénea para todos los BCN. En particular:

- Se han reducido, en porcentajes que oscilan entre el 20 % y el 36 %, los recortes de valoración aplicados tanto a los activos negociables como a los no negociables.
- Se ha permitido que las entidades utilicen como garantía un volumen mayor de bonos bancarios, ya

que se ha aumentado el límite para los del mismo emisor o para los de emisores vinculados desde el 2,5 % de la cartera total de activos pignorados hasta el 10 %.

- Para mitigar el impacto de las posibles bajadas de *rating* que se produzcan como consecuencia de esta crisis, se ha decidido que todos los activos negociables de emisores públicos o privados que eran aceptables el 7 de abril seguirán siéndolo mientras su calificación crediticia no baje de la equivalente a BB (CQS5, en la taxonomía del Eurosistema), salvo para los bonos de titulización, que seguirán admitiéndose siempre que su calificación crediticia no baje de BB+ (CQS4).

Un segundo grupo de medidas se ha centrado en la extensión de los llamados «marcos de préstamos adicionales» (ACC, por sus siglas en inglés). Estos marcos brindan a los BCN la posibilidad de ampliar el universo de activos que se admiten en sus jurisdicciones con la inclusión de préstamos bancarios que cumplan unas determinadas condiciones. Estos marcos son propuestos por los BCN y aprobados por el Consejo de Gobierno del BCE, lo que garantiza una homogeneidad suficiente entre los distintos marcos nacionales. En este ámbito, las medidas que el Banco de España ha incorporado ya a su ACC se pueden resumir como sigue:

- Aceptación de los préstamos a grandes empresas, pymes y autónomos avalados por el Estado en los reales decretos leyes aprobados en respuesta a la pandemia de Covid-19.
- La implantación de un sistema puramente estadístico para la evaluación crediticia de empresas no financieras que permitirá aumentar el número de deudores evaluados y aceptar carteras de préstamos (no solo préstamos individuales).
- La aceptación de préstamos con una calificación crediticia hasta la equivalente a BB (CQS5).

Finalmente, el Consejo de Gobierno del BCE aprobó, también en abril, otra serie de medidas cuya adopción por parte de los BCN es de carácter voluntario. Dentro de esta categoría, el Banco de España ha incorporado las siguientes a su marco de garantías:

- Se ha eliminado el importe mínimo para la aceptación de préstamos, que antes estaba fijado en 25.000 euros.
- Se ha decidido admitir como garantía la deuda soberana griega, a la que el BCE ha concedido una

LA FLEXIBILIZACIÓN DEL MARCO DE GARANTÍAS DEL EUROSISTEMA (cont.)

exención del cumplimiento del umbral mínimo de calificación crediticia equivalente a grado de inversión (CQS3).

No es fácil cuantificar el impacto agregado de todas estas medidas. Por un lado, porque dependerá de la propia actitud de las entidades de contrapartida. Por otro, porque estará condicionado también por factores externos, como, por ejemplo, la valoración de las agencias de calificación crediticia ante los riesgos generados por el Covid-19, que será determinante a la hora de calibrar los efectos de las medidas adoptadas.

En todo caso, es previsible que el impacto sea cuantitativamente apreciable. A título de ejemplo, la extensión del ACC en España incluye como nuevos activos de garantía los préstamos avalados mediante la línea de avales públicos del ICO dispuesta por el Gobierno

español para garantizar parcialmente préstamos a empresas no financieras y que asciende a 100 mm de euros (véase epígrafe 4.3). A finales de marzo de 2020, las entidades tenían pignorados a favor del Banco de España activos de garantía por un importe de 255 mm de euros, de manera que la eventual incorporación de todos estos nuevos préstamos al conjunto de activos admitidos como garantía supondría un incremento notable de la liquidez que podrían tomar prestada del Banco de España.

Es previsible también que el impacto sea cualitativamente importante. Buena parte de la extensión del ACC en el caso español incide directamente sobre la capacidad de las entidades para descontar en el Banco de España créditos concedidos a sectores productivos de la economía considerablemente expuestos a los efectos económicos adversos de la pandemia, como son las pymes o los trabajadores autónomos.

ANÁLISIS DEL IMPACTO DEL ANUNCIO DEL PROGRAMA DE COMPRAS DE EMERGENCIA FRENTE A LA PANDEMIA (PEPP)

Como se ha comentado en el texto principal de este epígrafe, una parte esencial de la respuesta del BCE a la crisis del Covid-19 ha consistido en la activación de compras de activos financieros a gran escala. Así, a la ampliación del volumen de compras netas por valor de 120 mm de euros dentro del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), se añaden las compras de activos públicos y privados por valor de 1.350 mm de euros en el marco del nuevo programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés). Esta última cifra es la suma de los 750 mm comprometidos en el anuncio inicial del PEPP el 18 de marzo, y los 600 mm añadidos en la recalibración adoptada por el Consejo de Gobierno del BCE el 4 de junio. En este recuadro se analiza el impacto de ambos anuncios en las condiciones financieras del área del euro.

Para ello, la metodología empleada es un análisis de eventos que utiliza datos intradía de varios indicadores de los mercados financieros. Esta técnica permite identificar el impacto inmediato de los anuncios de los programas de compras de activos de los bancos centrales sobre los precios de los activos financieros. Este impacto es uno de los principales canales de transmisión de estos programas y en la literatura económica recibe el nombre de «efecto stock», ya que recoge las expectativas de los inversores sobre la evolución futura del *stock* de activos financieros en manos del banco central. Los estudios de eventos son habituales en la evaluación de los programas de compras de activos de los principales bancos centrales¹. Como nota de cautela, cabe indicar que esta metodología permite realizar solo una evaluación parcial de los efectos de este tipo de programas sobre los mercados financieros, ya que no captura otros efectos de las compras de activos, como los producidos por los flujos de compras en el momento en que estas se producen («efectos flujo»), por lo que, en principio, este enfoque infravalora el impacto total de estos programas.

Los estudios de eventos se basan en el cálculo de la variación de los indicadores financieros de interés en una estrecha ventana de tiempo en torno al evento en cuestión. Ello permite aislar la variación de tales

indicadores atribuible únicamente al evento analizado, y no a otros factores (como distintas noticias económicas o, en el contexto actual, epidemiológicas). En concreto, el BCE anunció el PEPP en una nota de prensa que se publicó a las 23.45 h del 18 de marzo, con los mercados de capitales europeos ya cerrados. Por tanto, se calcula la variación de cada indicador entre el valor de cierre del 18 de marzo (por ejemplo, las 17.30 h en el caso de los índices bursátiles) y los primeros 30 minutos de la sesión del 19 de marzo (9.30 h para las bolsas)². En cuanto al anuncio de la ampliación del PEPP del 4 de junio, este se realizó de la forma habitual, mediante nota de prensa publicada a las 13.45 h, por lo que se utiliza la ventana entre las 13.30 h y las 14.15 h, de forma que la ventana termina de nuevo 30 minutos después del evento.

Los gráficos 1 y 2 muestran el efecto de los anuncios del 18 de marzo (barras azules) y del 4 de junio (barras rojas) sobre diversos indicadores bursátiles, el tipo de cambio euro/dólar, las rentabilidades y los diferenciales de deuda soberana a diez años, así como sobre las expectativas de inflación obtenidas a partir de *swaps* de inflación. Los resultados indican que tanto el anuncio del PEPP como, en menor medida, el de su ampliación tuvieron un efecto positivo en los principales índices bursátiles del área del euro (EUROSTOXX-50) y de España (IBEX-35), así como en los correspondientes índices del sector bancario, y también redujeron la volatilidad bursátil (gráfico 1). Asimismo, ambos anuncios causaron fuertes caídas de las rentabilidades de la deuda soberana, sobre todo de la italiana y la española, así como de sus diferenciales respecto al bono alemán (gráfico 2). Por ejemplo, el anuncio inicial del PEPP hizo que los rendimientos de la deuda italiana y española disminuyeran en 84 puntos básicos (pb) y 43 pb, respectivamente. El anuncio del 4 de junio tuvo un efecto más limitado, con descensos de la rentabilidad de la deuda soberana italiana y española de 18 pb y 9 pb respectivamente. Por otro lado, los dos anuncios tuvieron un impacto muy limitado en el tipo de cambio del euro y en las expectativas de inflación.

Como se aprecia en los gráficos, en general, la ampliación del PEPP del 4 de junio tuvo un impacto

1 Para el caso de Estados Unidos, véase, por ejemplo, J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache y B. Sack (2011), «*The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases*», *International Journal of Central Banking*, vol. 7(1), pp. 3-43. Para el caso del área del euro, véase C. Altavilla, G. Carboni y R. Motto (2015). *Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area*, ECB Working Paper Series 1864. Véase también Banco de España (2016), *Informe Anual 2015*, capítulo 3, «El efecto de las políticas monetarias del BCE en el período reciente».

2 La excepción es el mercado cambiario, que es un mercado continuo. En este caso, se calcula la variación del tipo de cambio entre 30 minutos antes y 30 minutos después del anuncio, es decir, entre las 23.15 h del 18 de marzo y las 0.15 h del 19 de marzo.

Recuadro 3.3

ANÁLISIS DEL IMPACTO DEL ANUNCIO DEL PROGRAMA DE COMPRAS DE EMERGENCIA FRENTE A LA PANDEMIA (PEPP) (cont.)

menor que el causado por el anuncio inicial del PEPP. Ello puede deberse a varios factores. Por un lado, al contrario que el anuncio inicial, que fue mayoritariamente inesperado, la ampliación anunciada el 4 de junio sí estaba descontada por los inversores, si bien el volumen adicional finalmente aprobado fue mayor de lo esperado³.

Por otro lado, la ampliación del PEPP se produjo en un contexto de menores tensiones en los mercados financieros que las observadas a mediados de marzo, en los días previos al anuncio inicial del PEPP, lo que también pudo implicar un menor impacto sobre los mercados financieros.

Gráfico 1
BOLSAS Y TIPOS DE CAMBIO

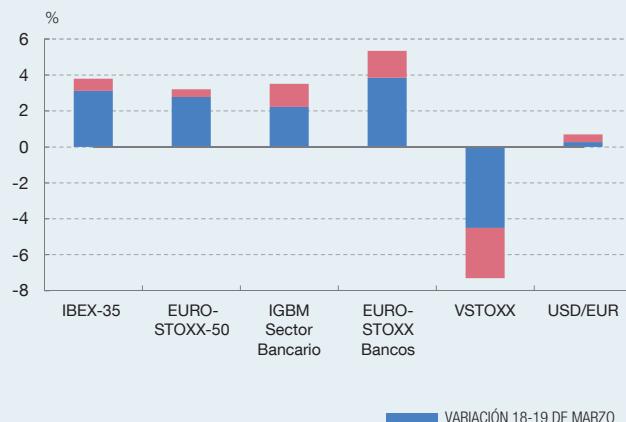
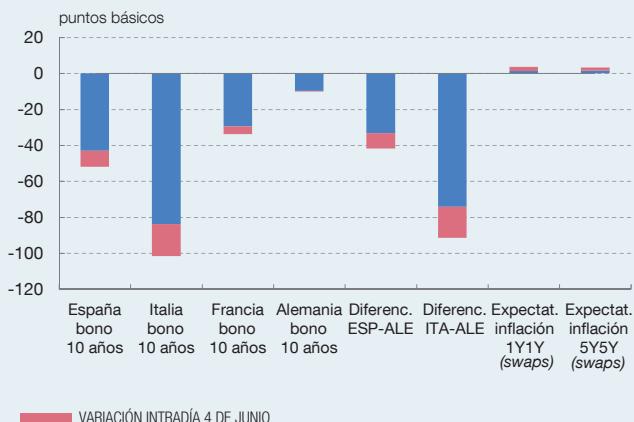


Gráfico 2
DEUDA SOBERANA Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



FUENTE: Thomson Reuters.

3 Por ejemplo, una encuesta de la agencia Reuters realizada entre el 11 y el 14 de mayo mostraba que casi la mitad de los encuestados esperaban un incremento del PEPP en junio, siendo la mediana de este incremento de 375 mm de euros, por debajo de los 600 mm finalmente anunciados.

LA IMPORTANCIA DE UNA RESPUESTA DE POLÍTICA FISCAL COORDINADA A NIVEL INTERNACIONAL Y SU INTERACCIÓN CON LA POLÍTICA MONETARIA

El impacto de una determinada actuación fiscal discrecional depende de múltiples factores, entre los que cabe destacar el espacio fiscal del que goza la economía que despliega la medida, la reacción de política fiscal de otras economías con las que la primera está estrechamente relacionada, y la respuesta y el margen de actuación disponible en el ámbito de la política monetaria¹. El propósito de este recuadro es ilustrar los diversos canales a través de los cuales estos factores inciden sobre el grado de efectividad de la política fiscal. Para ello, se emplea el modelo de equilibrio general estocástico desarrollado en Andrés *et al.* (2020)² y se analiza, bajo distintos escenarios, la respuesta de la economía a un estímulo fiscal transitorio como el que se está implementando en la mayoría de los países afectados por la pandemia de Covid-19.

El modelo considera una unión monetaria formada por dos países, uno con una ratio de deuda pública sobre el PIB elevada y otro con un nivel de deuda más contenido. En esta versión esquemática del área del euro, el Banco Central Europeo (BCE) establece la política monetaria ajustando el tipo de interés nominal en función de cómo evolucionan la inflación y la actividad en el conjunto del área. Por su parte, cada país decide su política fiscal de forma independiente, pero siguiendo una regla presupuestaria común. Esta regla es un mecanismo automático según el cual las desviaciones del déficit y de la deuda en cada país con respecto a los niveles de referencia fijados en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la UE –del 3 % del PIB y del 60 % del PIB, respectivamente– se corrigen de manera gradual en el tiempo. Por último, los dos países cubren sus necesidades de financiación en cada período emitiendo deuda pública.

Un aspecto clave del modelo es que el coste de estas emisiones depende del grado de sostenibilidad de las finanzas públicas en cada economía. Así, si la ratio de

deuda pública sobre el PIB de un país se sitúa muy por encima del 60 %, los inversores pueden considerar que existe un cierto riesgo de que el Estado no cuente con recursos suficientes para financiar dicha deuda, por lo que exigen una prima de riesgo superior al tipo de interés que sería compatible con los tipos nominales de referencia fijados por la autoridad monetaria común. Cuando, por el contrario, el déficit y la deuda son relativamente reducidos, los inversores no suelen exigir un diferencial de rentabilidad positivo y el Tesoro de dicho país puede financiarse al tipo de interés acorde con la referencia establecida por el banco central. De acuerdo con la calibración empleada en el modelo, una economía cuenta con espacio fiscal suficiente para no tener que pagar una prima de riesgo en sus nuevas emisiones cuando su ratio de deuda sobre el PIB se sitúa por debajo del 70 % del PIB.

En este modelo, un aumento transitorio del gasto público, como el que se deriva de las medidas adoptadas para luchar contra los efectos de la pandemia de Covid-19, en un país de la unión monetaria estimula la actividad en el corto plazo. No obstante, la magnitud y persistencia temporal de dicho estímulo depende crucialmente de la respuesta de la política monetaria, del espacio fiscal disponible (que afecta al nivel de la prima de riesgo) y de las medidas fiscales adoptadas en el resto de la unión, tal y como se ilustra en los siguientes ejercicios de simulación. Teniendo en cuenta que el modelo utilizado constituye una representación muy simplificada de los distintos mecanismos que operan en una unión monetaria, estas simulaciones deben valorarse fundamentalmente desde una perspectiva cualitativa³.

El gráfico 1.1 muestra la reacción del PIB de un país con un espacio fiscal reducido a un aumento transitorio del gasto público de en torno a un 2,5 % del PIB, bajo dos escenarios diferentes en cuanto a la respuesta de la

1 En el plano teórico, véase, por ejemplo, L. Christiano, M. Eichenbaum y S. Rebelo (2011), «*When is the government spending multiplier large?*», *Journal of Political Economy*, 119(1), pp. 78-121, The University of Chicago. Desde una perspectiva empírica, véase, por ejemplo, V. A. Ramey (2019), «*Ten years after the financial crisis: What have we learned from the renaissance in fiscal research?*», *Journal of Economic Perspectives*, 33(2), pp. 89-114, American Economic Association. Las interacciones entre la política monetaria y la política fiscal en el contexto de una unión monetaria con economías asimétricas, como la UEM, han sido objeto de estudio en Ó. Arce, S. Hurtado y C. Thomas (2016), «*Policy Spillovers and Synergies in a Monetary Union*», *International Journal of Central Banking*, vol. 12, n.º 3, pp. 219-277.

2 J. Andrés, P. Burriel y W. Shen (2020), *Debt sustainability and fiscal space in a heterogeneous monetary union: normal times vs the zero lower bound*, Documentos de Trabajo, n.º 2001, Banco de España.

3 En particular, el modelo no contempla los efectos que el programa actual de compras de deuda soberana del BCE pueda tener sobre las primas de riesgo de cada país, ni sobre la fragmentación del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Recuadro 3.4

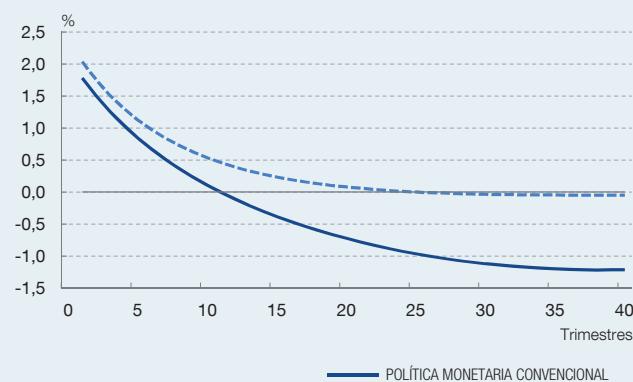
LA IMPORTANCIA DE UNA RESPUESTA DE POLÍTICA FISCAL COORDINADA A NIVEL INTERNACIONAL Y SU INTERACCIÓN CON LA POLÍTICA MONETARIA (cont.)

El impacto de un estímulo fiscal sobre la actividad es mayor cuanto mayor es el grado de coordinación internacional en la implementación de dicho estímulo, cuando la reacción de la política monetaria es acomodaticia y cuanto mayor es el espacio fiscal disponible.

Gráfico 1

RESPUESTA DE UN PAÍS CON UN ESPACIO FISCAL REDUCIDO A UN AUMENTO TRANSITORIO DE SU GASTO PÚBLICO EN FUNCIÓN DE LA REACCIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

1.1 PIB DE UN PAÍS SIN ESPACIO FISCAL



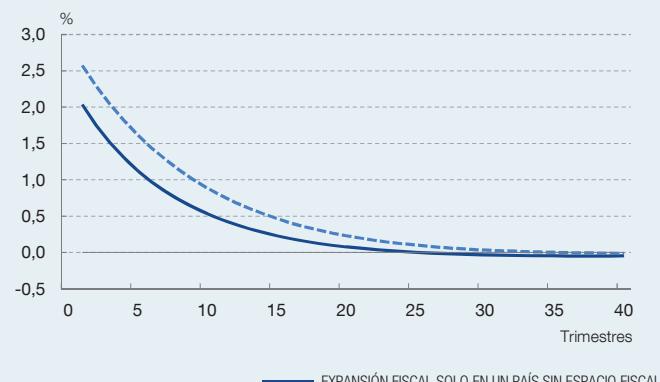
1.2 PRIMA DE RIESGO SOBERANA DE UN PAÍS SIN ESPACIO FISCAL



Gráfico 2

RESPUESTA DE UN PAÍS CON ESPACIO FISCAL REDUCIDO A UN AUMENTO TRANSITORIO DEL GASTO PÚBLICO EN EL CONJUNTO DE LA UEM

2.1 PIB DE UN PAÍS SIN ESPACIO FISCAL



2.2 PRIMA DE RIESGO SOBERANA DE UN PAÍS SIN ESPACIO FISCAL

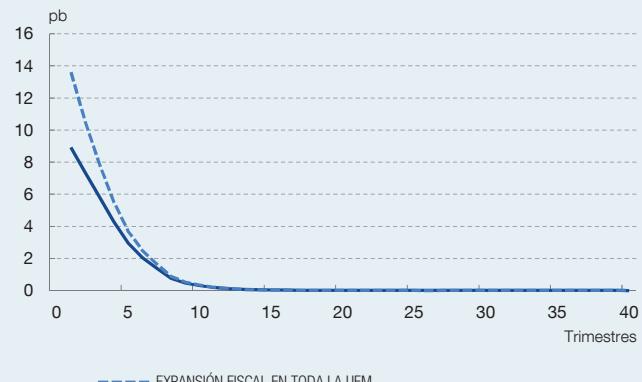
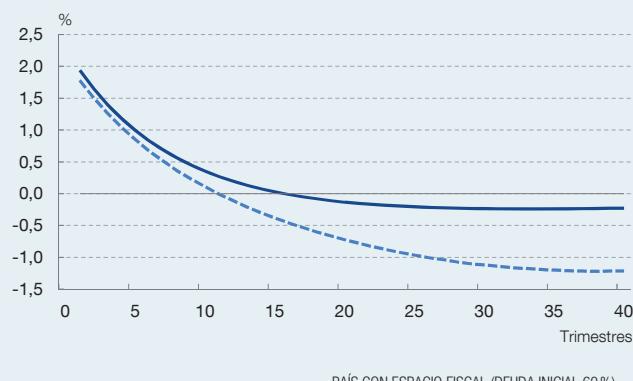


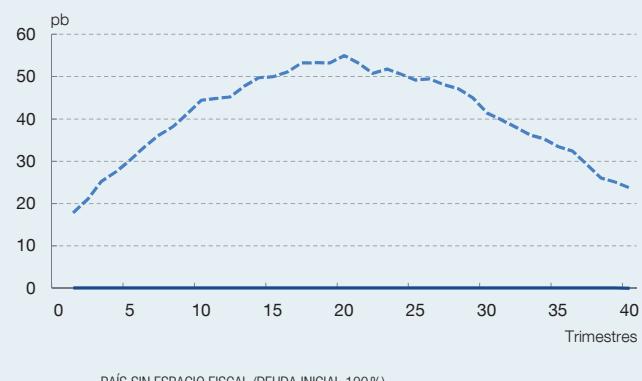
Gráfico 3

RESPUESTA DE UN PAÍS A UN AUMENTO TRANSITORIO DE SU GASTO PÚBLICO EN FUNCIÓN DEL ESPACIO FISCAL DISPONIBLE

3.1 PIB



3.2 PRIMA DE RIESGO SOBERANA



FUENTE: Banco de España, usando el modelo descrito en Andrés, Burriel y Shen (2020) (véase nota 2).

a. Las variables se presentan como diferencias con respecto al escenario base.

LA IMPORTANCIA DE UNA RESPUESTA DE POLÍTICA FISCAL COORDINADA A NIVEL INTERNACIONAL Y SU INTERACCIÓN CON LA POLÍTICA MONETARIA (cont.)

política monetaria⁴. En particular, la línea sólida muestra la evolución del PIB cuando la política monetaria opera en las circunstancias habituales —distintas de las actuales en el caso de la UEM—, en las que el banco central reacciona ante cualquier subida de la inflación elevando sus tipos de interés de acuerdo a su regla convencional. En este caso, los efectos expansivos de la política fiscal desaparecen de una forma relativamente rápida. Este resultado se debe a que el aumento de la actividad en el corto plazo por efecto del estímulo fiscal presiona al alza sobre los precios, lo que conlleva que el banco central suba los tipos de interés oficiales. Esto, a su vez, hace que la inflación se modere, pero, al mismo tiempo, laстра el dinamismo de la actividad al traducirse en un endurecimiento de las condiciones de financiación tanto para el sector público como para el sector privado. Por otra parte, la expansión fiscal supone un incremento significativo de las ratios de déficit y de deuda pública, ya de por sí elevadas. Ello provoca un aumento de la prima de riesgo exigida por los inversores, lo que tiene un efecto adverso adicional sobre la actividad (véase la línea continua del gráfico 1.2).

Por su parte, las líneas discontinuas de los gráficos 1.1 y 1.2 muestran la reacción de las variables seleccionadas cuando la política monetaria mantiene una orientación acomodaticia y no reacciona a las mayores presiones inflacionistas. Este caso describe mejor la situación actual de la eurozona, en el sentido de que la persistencia de tasas de inflación sistemáticamente inferiores a la referencia de estabilidad de precios de medio plazo (representada como una tasa de inflación inferior, pero cercana, al 2%) hace innecesaria una respuesta de la autoridad monetaria. De este modo, el aumento de los precios llevaría a una caída del tipo de interés real, lo que tendría un mayor impacto positivo en la actividad tanto en el corto como en el medio plazo. Al mismo tiempo, el mantenimiento de los tipos de interés oficiales se traduciría en una moderación del coste de financiación real de la deuda del país con un espacio fiscal reducido, lo que a su vez limitaría el aumento de la prima de riesgo.

Los gráficos 2.1 y 2.2 muestran cómo cambia la respuesta del PIB y de la prima de riesgo al mismo estímulo fiscal

transitorio considerado anteriormente en función de la respuesta de política fiscal desplegada en el resto de la unión monetaria. En particular, las líneas sólidas reflejan el comportamiento de las variables seleccionadas cuando el agregado formado por el resto de los países de la UEM no implementa ningún estímulo fiscal discrecional, mientras que las líneas discontinuas se corresponden con un escenario en el que el incremento del gasto público en estos países es similar al implementado, en promedio, en la UEM durante esta crisis (3,5 % del PIB según la estimación del Eurosystem⁵). En estos dos ejercicios se asume que el BCE no endurece su política monetaria en respuesta a estas medidas fiscales, como en el segundo caso descrito anteriormente⁶. Como se puede apreciar en estos gráficos, si el aumento del gasto público fuera simultáneo en todos los países de la unión monetaria, su efecto expansivo sobre la economía sin espacio fiscal sería mayor. Por un lado, el estímulo fiscal coordinado generaría mayores presiones inflacionistas, lo que, en un contexto de política monetaria acomodaticia, llevaría a una reducción más intensa de los tipos de interés reales. Por otro lado, la expansión de la actividad en el resto del área del euro también estimularía la actividad doméstica por la vía del incremento de las exportaciones. Ambos aspectos conllevarían una mejora de las perspectivas para las finanzas públicas de este país, lo que ayudaría a reducir la prima de riesgo y, a su vez, a amplificar el efecto expansivo de esta medida fiscal.

Por último, los gráficos 3.1 y 3.2, muestran en qué medida el grado de efectividad de la política fiscal está condicionado por el espacio fiscal disponible en cada país. En particular, las líneas sólidas en estos gráficos se corresponden con un escenario en el que únicamente un país con un espacio fiscal reducido (con un nivel de deuda cercano al 100 % del PIB) implementa un estímulo fiscal transitorio y en el que la política monetaria responde de manera convencional. Estas líneas coinciden, por lo tanto, con las líneas sólidas del gráfico 1. En cambio, las líneas discontinuas muestran cuál sería la reacción de la economía a este impulso fiscal en un país miembro de la UEM con una ratio de deuda pública sobre el PIB del 60 %. Como se puede apreciar en el gráfico 3, la respuesta endógena de la prima de riesgo a la dinámica

4 En estos dos ejercicios se asume que el otro país que forma parte de la unión monetaria, con un espacio fiscal mayor, no proporciona ningún estímulo fiscal discrecional.

5 Véase Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, June 2020.

6 Por lo tanto, las líneas discontinuas del gráfico 1 coinciden con las líneas continuas del gráfico 2.

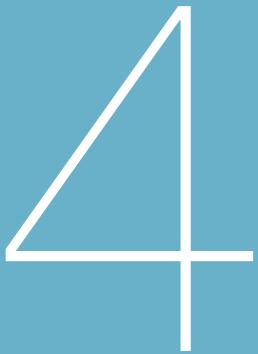
LA IMPORTANCIA DE UNA RESPUESTA DE POLÍTICA FISCAL COORDINADA A NIVEL INTERNACIONAL Y SU INTERACCIÓN CON LA POLÍTICA MONETARIA (cont.)

de la deuda pública hace que la efectividad de la política fiscal sea sustancialmente mayor cuanto menor sea el nivel de partida de la deuda pública y, por tanto, mayor el espacio fiscal disponible.

En definitiva, los resultados presentados en este recuadro subrayan los efectos positivos agregados para el conjunto de la unión monetaria cuando se da una respuesta de política fiscal coordinada entre sus economías. En un

contexto en el que el espacio fiscal del que gozan algunos países es relativamente limitado, la coordinación internacional puede requerir que las instituciones supranacionales desempeñen un papel preeminente. Además, una política monetaria acomodaticia, como la desplegada por las autoridades monetarias en la inmensa mayoría de los países afectados por la pandemia, también contribuye a aumentar la efectividad de la respuesta expansiva de política fiscal.





EL IMPACTO DE LA PANDEMIA EN ESPAÑA Y LA RESPUESTA DE LA POLÍTICA ECONÓMICA

4 EL IMPACTO DE LA PANDEMIA EN ESPAÑA Y LA RESPUESTA DE LA POLÍTICA ECONÓMICA

4.1 La crisis sanitaria en España

La epidemia de Covid-19 ha supuesto un reto de salud pública de primera magnitud en España en los últimos meses. El primer caso de infección por Covid-19 en nuestro país se diagnosticó el 31 de enero de 2020, pero fue en los meses de marzo y de abril cuando la enfermedad registró una mayor incidencia, en número tanto de contagiados diarios como de fallecimientos (véase gráfico 4.1.1). En este período, ante la necesidad de frenar el ritmo de contagio de la enfermedad y de evitar el colapso del sistema sanitario, se optó, como en la mayoría de los países afectados por la pandemia, por imponer severas restricciones a la movilidad de las personas y al desempeño de la actividad económica, así como por adoptar con urgencia medidas extraordinarias en la gestión de los recursos sanitarios. Muchas de estas actuaciones se enmarcaron en el contexto del estado de alarma, declarado el 14 de marzo, con efectos en todo el territorio nacional.

La declaración del estado de alarma supuso, en la práctica, el confinamiento de la población en sus lugares de residencia y la paralización casi total de la actividad en un amplio abanico de sectores. En concreto, se estableció que las personas solo podrían circular por las vías de uso público para la realización de un número muy reducido de actividades de primera necesidad¹. Asimismo, se suspendieron las actividades de hostelería y restauración (salvo para servicios de entrega a domicilio), la actividad escolar presencial en todos los niveles educativos y todo tipo de actividades culturales, artísticas y deportivas. Como consecuencia de estas restricciones, que fueron reforzadas con la suspensión de toda actividad económica no esencial entre el 30 de marzo y el 9 de abril, la movilidad de las personas se redujo muy drásticamente en la segunda quincena de marzo y durante el mes de abril. Así, por ejemplo, algunos indicadores de tráfico por carretera experimentaron caídas cercanas al 80 % en términos interanuales (véase gráfico 4.1.2), mientras que los indicadores de movilidad basados en la información proporcionada por varias compañías tecnológicas a partir de los registros de localización de dispositivos de telefonía móvil registraron reducciones similares en un amplio abanico de actividades, en muchos casos, más intensas que las observadas en otros países afectados por la pandemia (véase gráfico 4.1.3).

Desde principios de mayo, en un contexto de mayor control de la pandemia, algunas de estas restricciones se han ido relajando como parte de un proceso

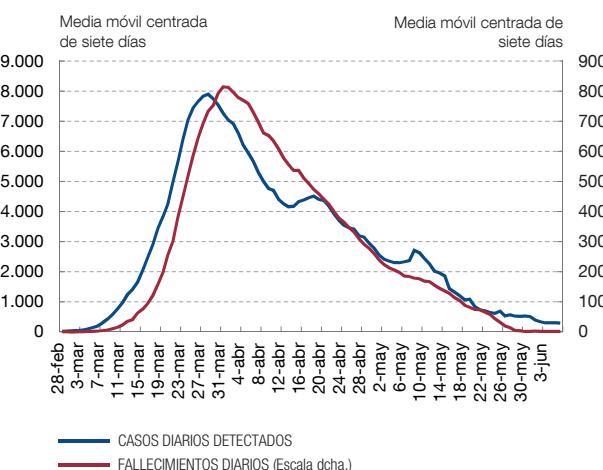
¹ Las actividades permitidas incluían, entre otras, la adquisición de alimentos, productos farmacéuticos y de primera necesidad, la asistencia a centros, servicios y establecimientos sanitarios, el desplazamiento al lugar de trabajo, el retorno al lugar de residencia habitual y la asistencia a personas dependientes o especialmente vulnerables (véase RD 463/2020, de 14 de marzo).

Gráfico 4.1

LA PANDEMIA DE CORONAVIRUS HA SUPUESTO UN RETO DE SALUD PÚBLICA DE PRIMERA MAGNITUD EN ESPAÑA EN LOS ÚLTIMOS MESES

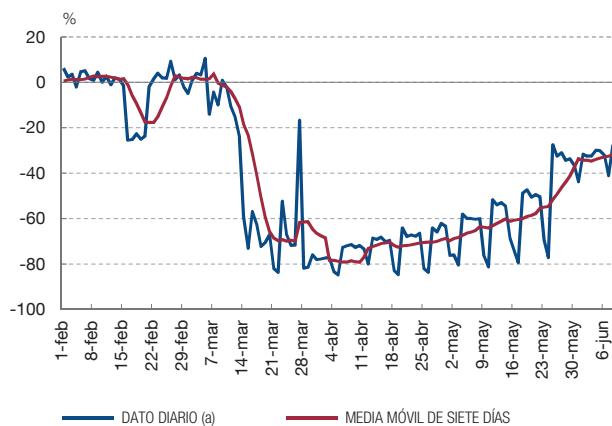
El primer caso de infección por Covid-19 en España se diagnosticó el 31 de enero de 2020, pero fue en los meses de marzo y abril cuando la enfermedad registró una mayor incidencia. La necesidad de frenar su ritmo de contagio exigió imponer severas restricciones a la movilidad de las personas y al desempeño de la actividad económica. Desde principios de mayo, en un contexto de mayor control de la epidemia, algunas de estas restricciones se han ido relajando como parte de un proceso gradual de desescalada.

1 EVOLUCIÓN DE LA PANDEMIA DE COVID-19 EN ESPAÑA

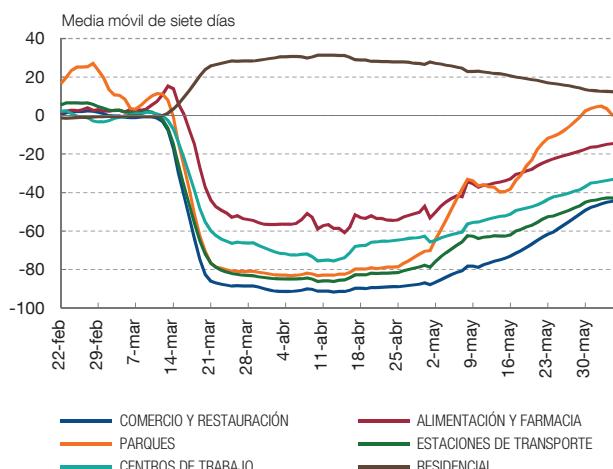


2 TRÁFICO POR M-30, MADRID

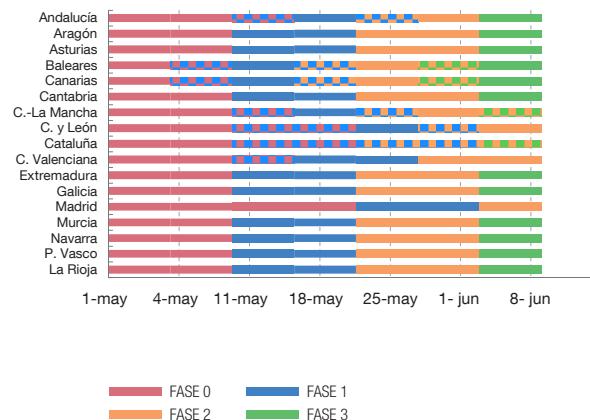
(VEHÍCULOS POR KM RECORRIDOS, VARIACIÓN INTERANUAL)



3 INDICADORES DE MOVILIDAD DE GOOGLE



4 FASES DE LA DESESCALADA (b)



FUENTES: Ministerio de Sanidad, Ayuntamiento de Madrid, Google y Banco de España.

- a La variación interanual del dato diario se realiza respecto al día de la semana equivalente del año anterior (p. ej., 29.3.2020 frente a 31.3.2019).
- b El 11 de mayo pasan a la fase 1 todas las provincias de Andalucía, excepto Málaga y Granada, que lo hacen el día 18. El 25 de mayo pasan a la fase 2 todas las provincias, menos Málaga y Granada, que lo hacen el 1 de junio. El 8 de junio pasa a la fase 3 toda la comunidad. Formentera (en Baleares) y El Hierro, La Gomera y La Graciosa (en Canarias) pasan a la fase 1 el 4 mayo, a la fase 2 el 18 de mayo y a la fase 3 el 1 de junio. El resto de las islas pasan a la fase 3 el 8 de junio. En Castilla-La Mancha, el 11 de mayo solo pasan a la fase 1 las provincias de Cuenca y Guadalajara, el resto de las provincias lo hace el día 18. Las provincias de Cuenca y Guadalajara pasan a la fase 2 el 25 de mayo. El 8 de junio pasan a la fase 3 Cuenca y Guadalajara. En Castilla y León, el 11 de mayo pasan 26 zonas básicas de salud a la fase 1, el día 18 lo hacen 42 más, y el día 25 toda la comunidad autónoma está en fase 1. El 1 de junio pasa a la fase 2 la Comarca del Bierzo. El 8 de junio cambia de fase el resto de la región. En Cataluña, el 11 de mayo solo pasan a la fase 1 tres zonas sanitarias: dos en la provincia de Tarragona y una en Lleida. El día 18 pasa el resto de la comunidad, excepto Barcelona y su área metropolitana, que lo hacen el día 25, cuando comienzan a la fase 2 las zonas sanitarias más avanzadas. El 8 de junio pasan a la fase 3 las tres zonas sanitarias más avanzadas en el proceso de desescalada. En la Comunidad Valenciana, el 11 de mayo solo pasan a la fase 1 diez departamentos sanitarios: uno en Castellón, tres en Valencia y seis en Alicante; el resto de la comunidad pasa a la fase 1 el día 18 de mayo. Todas las provincias pasan a la fase 2 el 1 de junio.



gradual de desescalada de las medidas de contención adoptadas. El 28 de abril, el Gobierno de España anunció un plan de desescalada, en cuatro fases, que empezaría el 4 de mayo y se prolongaría hasta finales de junio. En el marco de este plan, se estableció que cada provincia podría avanzar por cada una de sus fases a un ritmo diferente, en función de la capacidad de su sistema sanitario, su situación epidemiológica, las medidas de protección adoptadas en espacios públicos, y la evolución de los datos de movilidad y socioeconómicos². En todo caso, se estableció que cada territorio permanecería, en términos generales, un período mínimo de dos semanas en cada una de las cuatro fases.

La primera fase del plan de desescalada, denominada *fase 0 (o preparatoria)*, permitió, entre otras medidas, la apertura de ciertos locales y establecimientos con cita previa para la atención individual de los clientes. En particular, se autorizó la apertura del comercio de proximidad, de las peluquerías y de los restaurantes con servicio de comida para llevar, sin consumo en el local. En la segunda fase del plan, denominada *fase 1 (o inicial)*, se permitió la apertura de la mayor parte del comercio minorista que permanecía cerrado (excepto de los centros comerciales), de la hostelería y de la restauración, aunque con condiciones estrictas de seguridad y con importantes restricciones de aforo. Así, por ejemplo, en el sector de la restauración se permitió abrir terrazas, pero con limitaciones de ocupación del 50 %; en hostelería, hoteles y alojamientos turísticos se excluyeron las zonas comunes, donde las aglomeraciones son más probables. En la tercera fase del plan de desescalada, denominada *fase 2 (o intermedia)*, ya se abrieron centros comerciales, si bien aún con importantes restricciones, y espacios culturales. Asimismo, en los restaurantes se permitió el consumo dentro del local, con limitaciones de aforo. También se flexibilizaron adicionalmente las restricciones a la movilidad y al contacto social. La gestión de la última fase del plan de desescalada, denominada *fase 3 (o avanzada)*, quedó fundamentalmente en manos de las Comunidades Autónomas. En esta fase se autorizó la reapertura de la práctica totalidad de las actividades, el transporte público pudo operar sin apenas restricciones y se relajaron aún más, aunque no completamente, algunas de las limitaciones que permanecían vigentes (por ejemplo, las referentes a la movilidad o al uso de zonas comunes en algunos establecimientos). Con la finalización del estado de alarma, el 21 de junio, dio comienzo una nueva etapa, denominada «nueva normalidad». En esta etapa se eliminan las restricciones a la movilidad dentro del territorio nacional, pero aún se mantienen distintas medidas de higiene y prevención que afectan tanto a las personas como a las actividades económicas. En particular, se mantiene la utilización obligatoria de mascarilla —en vigor desde el 21 de mayo— en la vía pública, en espacios al aire libre y en cualquier espacio

2 A medida que se ha progresado en la implementación de este plan de desescalada, se han considerado, en algunos casos particulares, ámbitos geográficos distintos del provincial y se ha permitido dar un tratamiento diferenciado, por ejemplo, a determinadas islas o áreas sanitarias.

cerrado de uso público o que se encuentre abierto al público, siempre que no se pueda garantizar el mantenimiento de una mínima distancia de seguridad³.

En las últimas semanas, la relajación gradual de las medidas de contención adoptadas en el momento de mayor incidencia de la epidemia se ha dejado notar en los indicadores de movilidad. El ritmo de avance a través de las distintas fases del plan de desescalada ha sido heterogéneo por regiones, provincias e incluso áreas sanitarias (véase gráfico 4.1.4). En todo caso, dicho avance ha tenido su reflejo en un aumento relativamente gradual de la movilidad durante las últimas semanas (véanse gráficos 4.1.2 y 4.1.3).

A pesar de que lo peor de la pandemia parece haber quedado atrás, su coste ha sido extraordinariamente elevado en todos los ámbitos, y no pueden descartarse nuevos rebrotes de la enfermedad. Los últimos datos oficiales disponibles apuntan a que más de 28.000 personas habrían fallecido en España por Covid-19 desde el comienzo de la pandemia. Aunque las comparaciones entre países deben realizarse con extrema cautela, pues los criterios utilizados pueden no ser equiparables, esta cifra supone una de las mayores tasas de mortalidad per cápita por Covid-19 a escala internacional. Además, de acuerdo con los primeros resultados de un estudio sero-epidemiológico que ha llevado a cabo el Instituto de Salud Carlos III, la prevalencia estimada de anticuerpos frente al Covid-19 es de solo un 5 %, aproximadamente, en nuestro país⁴. En este contexto, y en ausencia de una vacuna o tratamiento efectivo contra este virus, la sociedad española sigue siendo muy vulnerable a un posible rebrote de aquel. Al objeto de reducir dicha vulnerabilidad, es conveniente desplegar, como han hecho otros países afectados por la pandemia, protocolos de actuación rigurosos que permitan incrementar de forma significativa el número de test que se realizan, identificar y aislar a los contagiados, y realizar un seguimiento estrecho de todas aquellas personas que hayan podido estar en contacto con los casos positivos detectados.

Dentro de España, la incidencia de la pandemia ha sido muy heterogénea por regiones. En particular, se aprecian marcadas diferencias regionales tanto en la evolución temporal de la enfermedad como en su tasa de mortalidad per cápita (véase gráfico 4.2). Así, en los momentos de mayor incidencia, Madrid, Castilla-La Mancha y La Rioja presentaron tasas de mortalidad per cápita muy superiores a la media nacional, mientras que Baleares, Andalucía, Murcia y Canarias registraron las tasas más bajas. Además, estos picos de mortalidad se produjeron en distintos momentos del tiempo, de forma que, por ejemplo, Madrid alcanzó su máximo aproximadamente dos semanas antes que el País Vasco, Asturias y Andalucía.

3 Véase RDL 21/2020, de 9 de junio.

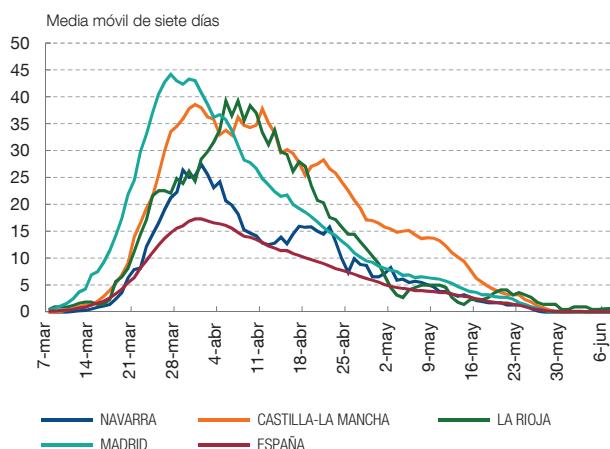
4 Véanse Estudio ENE-Covid19: Primera ronda y Estudio ENE-Covid19: Segunda ronda.

Gráfico 4.2

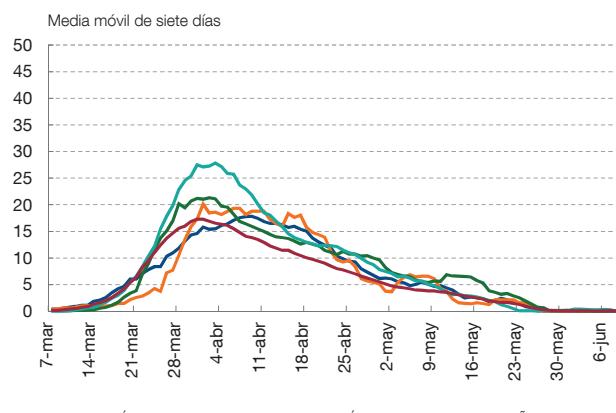
DENTRO DE ESPAÑA, LA INCIDENCIA DE LA PANDEMIA HA SIDO MUY HETEROGRÉNA POR REGIONES

Se aprecian diferencias regionales significativas, tanto en la evolución temporal de la enfermedad como en su tasa de mortalidad per cápita. Un amplio abanico de factores podría estar detrás de estas diferencias; entre otros, aspectos medioambientales, demográficos, socioeconómicos y aquellos relacionados con las medidas de contención adoptadas. En el futuro, será necesario un análisis pormenorizado para valorar el papel que cada uno de estos factores ha podido desempeñar en el grado de incidencia de la pandemia en cada región o país. Este análisis deberá tener en cuenta posibles diferencias metodológicas en el registro de los datos.

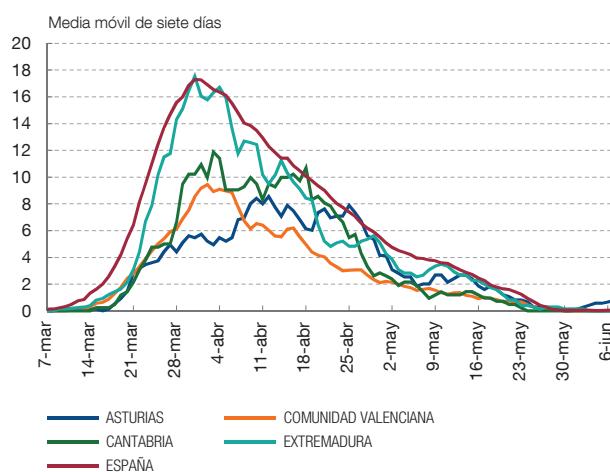
1 FALLECIDOS DIARIOS POR MILLÓN DE HABITANTES



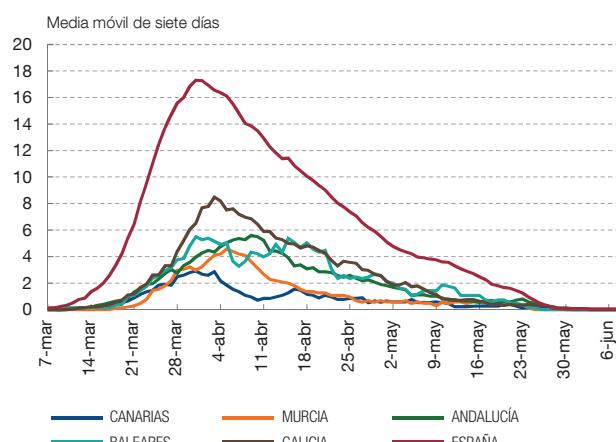
2 FALLECIDOS DIARIOS POR MILLÓN DE HABITANTES



3 FALLECIDOS DIARIOS POR MILLÓN DE HABITANTES



4 FALLECIDOS DIARIOS POR MILLÓN DE HABITANTES



FUENTE: Ministerio de Sanidad.



Un amplio abanico de factores podría estar detrás de la mayor o menor incidencia del Covid-19 en determinadas regiones o países. Estos factores incluirían, entre otros, aspectos medioambientales (como el nivel de temperatura o de contaminación), demográficos (como el grado de densidad poblacional o el porcentaje de población en grupos de riesgo), socioeconómicos (como el volumen de recursos del sistema sanitario, el grado de conectividad social e internacional de la población o la estructura sectorial de la economía) y aspectos relacionados con

las medidas de contención adoptadas (como su tipología, prontitud y severidad)⁵. En todo caso, conviene resaltar que algunas de estas comparativas internacionales o interregionales podrían verse afectadas por importantes diferencias metodológicas en el registro de los datos, lo que exige evaluar sus resultados con la debida cautela.

4.2 El impacto económico inicial

Las medidas adoptadas para contener la pandemia han tenido un impacto muy acusado sobre la evolución de la actividad económica en España. Los indicadores de actividad correspondientes a los meses de enero y febrero del año en curso apuntaban a que la economía española mantenía, durante ese período, un ritmo de expansión del producto similar al registrado a finales de 2019⁶. Esta dinámica se vio abruptamente alterada durante el mes de marzo, a medida que la crisis sanitaria se intensificaba y era necesario adoptar medidas extraordinarias de contención.

El PIB de la economía española sufrió la mayor contracción intertrimestral de su historia, hasta ese momento, en el primer trimestre de 2020. Con la declaración del estado de alarma, el 14 de marzo, se restringió drásticamente la movilidad de la población y se suspendió la actividad en un gran número de sectores, especialmente en las ramas del comercio minorista, el ocio, la restauración y la hostelería. Algunas ramas dentro de las manufacturas (en particular, la industria del automóvil) también vieron condicionada su actividad, inicialmente por la existencia de distorsiones en las cadenas globales de suministro provocadas por la pandemia y, posteriormente, por el colapso de la demanda. A pesar de que el impacto de todas estas perturbaciones negativas se desencadenó a partir de mediados de marzo, su intensidad fue de tal magnitud que el PIB se contrajo un 5,2 % en el conjunto de los tres primeros meses del año. Esta caída, la mayor que la economía española había sufrido en tasa intertrimestral hasta entonces, desde que se dispone de datos, supuso el final de una fase de crecimiento ininterrumpido que se había prolongado desde finales de 2013.

Los indicadores de actividad más recientes apuntan a que la caída en el PIB será sensiblemente más intensa en el segundo trimestre. La práctica totalidad de las restricciones iniciales vinculadas al estado de alarma, que fueron reforzadas entre el 30 de marzo y el 9 de abril con la suspensión de toda actividad económica no esencial, han estado vigentes durante la mayor parte del segundo trimestre. Este hecho implica, necesariamente, un lastre aún más profundo sobre la actividad de

5 Varios estudios, eminentemente preliminares, ya han explorado la posible relación entre el grado de incidencia de la enfermedad en las distintas regiones españolas y algunos de estos factores. Véanse, por ejemplo, Orea y Álvarez (2020) y el [trabajo conjunto de la Agencia Estatal de Meteorología y el Instituto de Salud del Carlos III](#).

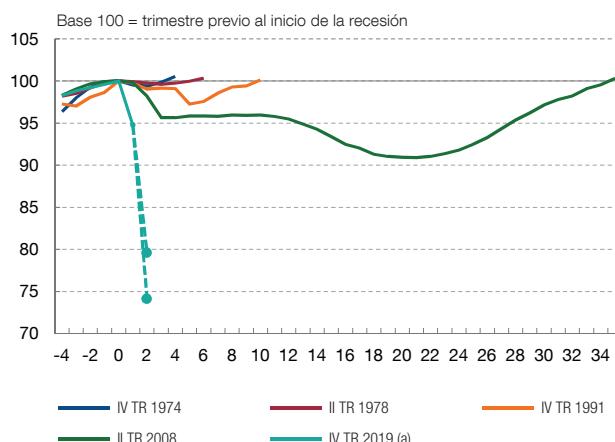
6 Véase Banco de España (2020c).

Gráfico 4.3

EL PIB DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA HABRÍA SUFRIDO UNA CONTRACCIÓN SIN PRECEDENTES EN LA PRIMERA MITAD DEL AÑO

El PIB de la economía española sufrió la mayor contracción intertrimestral de su historia, hasta ese momento, en el primer trimestre de 2020. Los indicadores de actividad más recientes apuntan a que la caída del PIB será sensiblemente más intensa en el segundo trimestre. La magnitud de la perturbación negativa que la pandemia de Covid-19 ha supuesto sobre la economía española puede apreciarse también mediante un índice de actividad económica mensual que resume, en tiempo real, la información contenida en un amplio conjunto de indicadores.

1 EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA EN DIFERENTES RECESIONES



2 ÍNDICE DE ACTIVIDAD MENSUAL (b)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Los datos relativos al segundo trimestre de 2020 son coherentes con las últimas previsiones del Banco de España bajo los escenarios de recuperación temprana y recuperación gradual («Informe trimestral» de junio).

b Tasa de variación sobre medias móviles de tres meses. El último dato disponible corresponde a mayo. El índice de actividad económica mensual resume la información contenida en un conjunto amplio de indicadores de actividad, está regido por dinámicas no lineales que se adaptan a la presencia de cambios de fase en los ciclos económicos y se construye siguiendo la metodología propuesta en Leiva-León *et al.* (2020).



este período que el registrado en los tres primeros meses del ejercicio. En este sentido, y en línea con la información proporcionada por los últimos indicadores de actividad disponibles, las estimaciones más recientes del Banco de España apuntan a una contracción del PIB que, en tasa intertrimestral, podría oscilar entre el 16 % y el 21,8 % en el trimestre en curso⁷. De esta forma, el PIB de la economía española se habría reducido en la primera mitad del año en una magnitud significativamente superior a la de otras fases recesivas previas (véase gráfico 4.3.1). Esta impresión resulta coherente con la que se deduce, por ejemplo, de un índice de actividad económica mensual que resume, para la economía española y en tiempo real, la información contenida en un amplio conjunto de indicadores (véase gráfico 4.3.2)⁸.

En todo caso, la producción habría recobrado un cierto vigor en las últimas semanas, a medida que las restricciones impuestas inicialmente sobre la movilidad y sobre la actividad de algunos sectores se han ido relajando

7 Véase Banco de España (2020a).

8 Para más detalles sobre este índice, véase Leiva-León *et al.* (2020).

progresivamente. Durante el segundo trimestre, la incidencia negativa sobre la actividad económica de todas estas restricciones alcanzó su máximo en el mes de abril, si bien ha ido reduciéndose gradualmente desde entonces, en línea con la implementación del plan de desescalada establecido por el Gobierno. Esta relajación de las restricciones se ha visto reflejada ya en algunos indicadores de actividad de alta frecuencia, al margen de los ya comentados en el epígrafe 4.1 relativos a la movilidad (véanse gráficos 4.1.2 y 4.1.3). Así, por ejemplo, en las últimas semanas se ha observado un cierto repunte del consumo de electricidad (véase gráfico 4.4.1) y del gasto con tarjetas de crédito⁹. Algunos de los indicadores de frecuencia inferior a la diaria usados habitualmente en el seguimiento coyuntural de la actividad, que se comentan en los párrafos siguientes, también son coherentes con esta dinámica de mejora gradual a lo largo del trimestre.

Desde el punto de vista de la demanda, todas las partidas de gasto privado habrían experimentado caídas muy significativas en la primera mitad del año. En este período, las decisiones de gasto e inversión de los hogares y de las empresas españolas se habrían visto condicionadas muy negativamente, no solo por las restricciones a la movilidad y a la actividad ya mencionadas, sino también por el deterioro de las perspectivas macroeconómicas y de la confianza de los agentes, por el aumento de la incertidumbre y por el tensionamiento de las condiciones financieras. En efecto, el estallido de la crisis sanitaria ha provocado desplomes históricos en los indicadores de confianza (véase gráfico 4.4.2) e incrementos asimismo inéditos en los índices de incertidumbre económica (véase gráfico 4.4.3), que solo han revertido parcialmente en las últimas semanas. La pandemia también ha causado, a escala global, un notable aumento de la volatilidad de los precios de los activos negociados en los mercados financieros, caídas acusadas de los índices bursátiles e incrementos muy significativos de las primas de riesgo de crédito en algunos segmentos. Todo ello ha supuesto un tensionamiento de las condiciones financieras, al que la economía española no ha resultado inmune. En particular, el IBEX-35 cayó un 39,4 % entre el 19 de febrero (cuando registró su máximo anterior a la crisis del Covid-19) y el 16 de marzo (cuando marcó su mínimo), y desde entonces ha recuperado un 26,9 % hasta la fecha de cierre de este Informe (véase gráfico 4.4.4). De la misma manera, el diferencial de rentabilidad del bono soberano español a diez años frente a su equivalente alemán ha pasado de 66 puntos básicos (pb) el 21 de febrero a 95 pb en la fecha de cierre de este Informe, y llegó a alcanzar un máximo de 157 pb el 22 de abril. Por su parte, el coste medio de las emisiones de deuda corporativa a largo plazo se ha elevado en 75 pb entre febrero y mayo, hasta el 2,1 %, revirtiendo así gran parte del descenso observado desde comienzos de 2019. En cambio, en el mercado de financiación bancaria, con información hasta abril, no se ha observado un endurecimiento apreciable de las condiciones de financiación. Esta evolución estaría influida, en buena parte, por las medidas adoptadas por el BCE y por el programa de avales públicos establecido

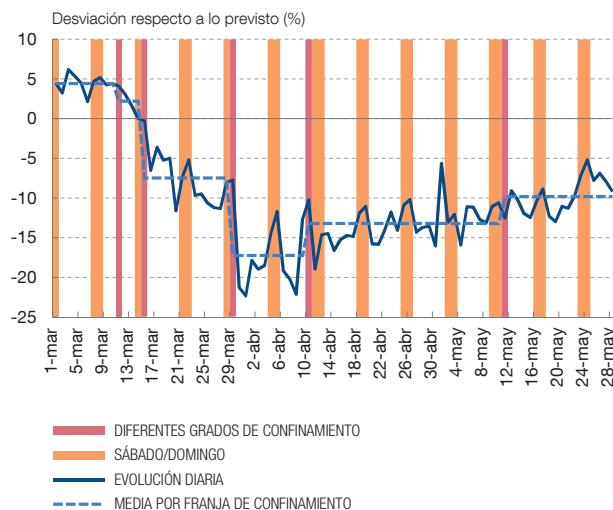
⁹ Para más detalle sobre la evolución reciente del gasto con tarjetas de crédito, véanse Banco de España (2020a) y BBVA Research (2020).

Gráfico 4.4

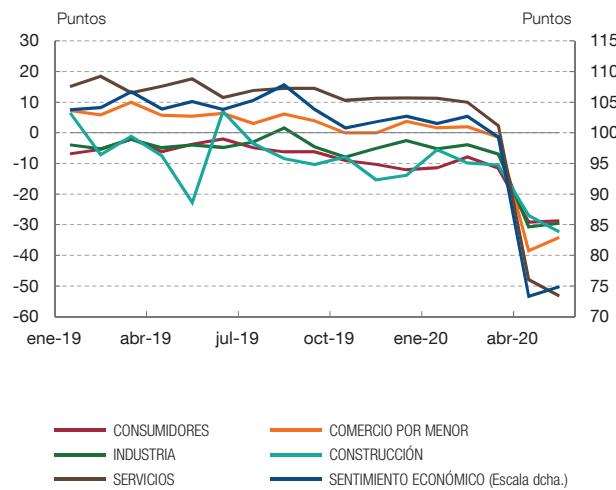
LA CRISIS SANITARIA HA PROVOCADO AJUSTES MUY ACUSADOS EN INDICADORES CUANTITATIVOS Y CUALITATIVOS, REALES Y FINANCIEROS

El estallido de la crisis sanitaria y la adopción de medidas de confinamiento para detener su expansión provocaron, en marzo y abril, correcciones históricas en multitud de indicadores, como, por ejemplo, en términos de consumo eléctrico, confianza e incertidumbre económica. Estas dinámicas solo se han revertido parcialmente en las últimas semanas. En los mercados financieros españoles y globales, la pandemia también ha provocado caídas acusadas de los índices bursátiles e incrementos significativos de las primas de riesgo de crédito.

1 ESTIMACIÓN DEL IMPACTO DE LAS DIFERENTES MEDIDAS DE CONFINAMIENTO EN EL CONSUMO ELÉCTRICO (a)



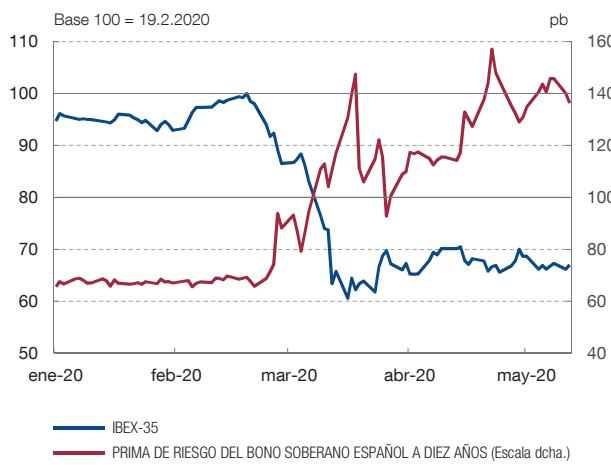
2 INDICADOR DE SENTIMIENTO ECONÓMICO (NIVELES)



3 INDICADOR DE INCERTIDUMBRE ACERCA DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS (b)



4 EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS



FUENTES: Red Eléctrica de España, Comisión Europea, Instituto Nacional de Estadística, Thomson Reuters Datastream y Banco de España.

- a) El período de estimación comprende desde el 1 de enero de 2019 hasta el 28 de mayo de 2020. La variable dependiente de la regresión es el logaritmo del consumo eléctrico horario sobre indicadores de año, mes, día de la semana y hora del día, distinguiendo tres franjas (supervalle, de 1 a 7; valle, de 7 a 13; y pico, de 13 a 1). También se incluyen temperatura máxima, temperatura máxima al cuadrado y dummies de festivos nacionales y regionales ponderados por el consumo eléctrico regional.
- b) El indicador se construye a partir del número de artículos publicados en los principales periódicos españoles que contienen un conjunto de palabras relacionadas con el concepto de incertidumbre acerca de las políticas económicas. Véase Ghirelli *et al.* (2019).



por el Gobierno (véanse epígrafes 3.4 y 4.3, respectivamente). En particular, la información más reciente de los tipos de interés de los nuevos préstamos, correspondiente al mes de abril, evidencia descensos en la mayoría de los segmentos desde el estallido de la crisis sanitaria, que han sido especialmente intensos en el caso de la financiación concedida a los autónomos.

El avance de los datos de Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del primer trimestre del ejercicio muestra caídas muy acusadas en la demanda nacional y en las exportaciones. Como resultado del impacto de los factores que se acaban de describir, el avance de datos de la CNTR para el período enero-marzo apunta a descensos intertrimestrales del 7,5 % en el consumo de los hogares y del 5,3 % en la formación bruta de capital, particularmente en la inversión residencial (-12,3 %), pero también en la inversión en bienes de equipo (-3,5 %). El consumo público fue la única partida relevante que experimentó un incremento en este período (del 1,8 %), lo que resulta coherente con la necesidad de dotar al sistema sanitario nacional de mayores recursos para hacer frente a la pandemia. Por su parte, la demanda externa presentó una ligera contribución negativa al crecimiento del producto [-0,2 puntos porcentuales (pp)], fruto de una contracción del 8,4 % en las importaciones y de una caída de igual magnitud en las exportaciones. Esta caída fue especialmente intensa (del 18,6 %), en las exportaciones de servicios turísticos (véase recuadro 4.1 para un mayor detalle sobre la evolución reciente y las perspectivas de futuro del turismo en España). La incidencia de las restricciones a la actividad y a la movilidad durante un período más largo en el segundo trimestre del año, en comparación con el primero, conduciría a una aceleración del retroceso de los componentes de la demanda nacional privada. Asimismo, la expansión de la enfermedad a la práctica totalidad de las economías mundiales y la generalización de los confinamientos han provocado una desaceleración global sincronizada, lo que apuntaría también a una intensificación del deterioro de las exportaciones.

Desde el comienzo de la crisis, se han observado algunos cambios notables en la composición de las partidas de gasto de los hogares. Las medidas de confinamiento y la suspensión de la actividad de determinados sectores han forzado un cambio significativo en el patrón de consumo de los hogares. Entre las partidas de gasto que se han visto más negativamente afectadas, destacan las relacionadas con la hostelería, pero también han sufrido desplomes históricos las ventas de automóviles, las de bienes de equipo personal (categoría que incluye, entre otros artículos, la ropa y el calzado) y las de bienes de equipo del hogar (rúbrica que incluye los muebles, la iluminación y los electrodomésticos, entre otros productos)¹⁰.

10 De acuerdo con el indicador de actividad del sector servicios, la cifra de negocios de la hostelería (que incluye los servicios de alojamiento y de comidas y bebidas) experimentó una contracción del 59,1 % en marzo (en tasa mensual corregida de efectos estacionales y de calendario) y del 87 % en abril. En la misma línea, las matriculaciones de automóviles por parte de particulares registraron retrocesos muy acusados en marzo (-67,5 % interanual), abril (-98,2 %) y mayo (-66,0 %). Por su parte, de acuerdo con el índice de comercio al por menor, las ventas de equipo personal sufrieron caídas intermensuales superiores al 50 % tanto en marzo como en abril, mientras que las ventas de equipo del hogar disminuyeron en más de un 30 % en cada uno de estos meses.

En sentido contrario, las medidas de confinamiento han favorecido, como cabría esperar, el dinamismo del gasto en productos alimenticios¹¹. No obstante, el impacto positivo sobre esta partida no ha sido suficiente para compensar el deterioro sufrido por el resto de las categorías recogidas en el índice general de comercio al por menor, que ha registrado un acusado retroceso desde el comienzo de esta crisis (véase gráfico 4.5.1). En todo caso, más allá de los cambios en la composición del consumo provocados por las restricciones vigentes durante el estado de alarma, hay que tener en cuenta que en períodos recesivos y de elevada incertidumbre, como el actual, es habitual observar cambios en la estructura del gasto de los hogares, pues estos reducen el peso de su consumo en bienes duraderos¹². Así sucedió, por ejemplo, entre 2007 y 2012, cuando el peso del gasto en este tipo de bienes dentro del consumo de las familias descendió en más de 1,5 pp, hasta el entorno del 5,5 % (véase gráfico 4.5.2).

Los ajustes observados en la composición de la cesta de consumo de los hogares se han visto reflejados también en las dinámicas de inflación. En los últimos meses, el comportamiento de la inflación, tanto en España como a escala global, ha estado condicionado fundamentalmente por las acusadas caídas registradas en el precio del petróleo (véanse gráfico 4.5.3 y epígrafe 2.2 para más detalles sobre la evolución reciente del precio del petróleo y de otras materias primas). No obstante, las medidas de contención de la pandemia y los cambios consiguientes en el patrón de consumo de los hogares también han tenido una incidencia directa en los precios de determinados bienes y servicios. En este sentido, con el fin de ofrecer más detalle sobre el efecto que la pandemia de Covid-19 está teniendo sobre los precios, el Instituto Nacional de Estadística (INE) ha creado dos agregaciones específicas de los productos de consumo básico para los hogares en situación de confinamiento: el Grupo especial bienes COVID-19 y el Grupo especial servicios COVID-19^{13,14}. En línea con la discusión de los párrafos precedentes, la evolución de los precios de estos bienes y servicios ha sido muy dispar en los últimos meses, con aumentos en el caso de los bienes y caídas en el de los servicios, en parte condicionadas por la dinámica de los precios del petróleo

11 Para más detalle respecto a los cambios en el patrón de consumo de los hogares españoles durante los últimos meses, véase Carvalho *et al.* (2020), donde se explota información relativa a las transacciones con tarjetas de crédito (y en terminales de venta) de una entidad de crédito española.

12 Véanse, por ejemplo, Martínez-Matute y Urtasun (2017) y Arce *et al.* (2013).

13 Cabe destacar que las medidas de confinamiento también han tenido una notable incidencia en la propia elaboración de las estadísticas de inflación. Así, por ejemplo, en abril, una parte considerable de los bienes y servicios de consumo no estuvo disponible para su adquisición, o solo lo estuvo a través de Internet. Si bien la situación mejoró en mayo, en el cálculo de las medidas de inflación de este mes, el INE aún tuvo que estimar el 18,6 % de los precios, lo que se corresponde con un 21 % de la ponderación del índice. Para más detalles, véase la [Nota técnica sobre la influencia de la COVID-19](#) del INE.

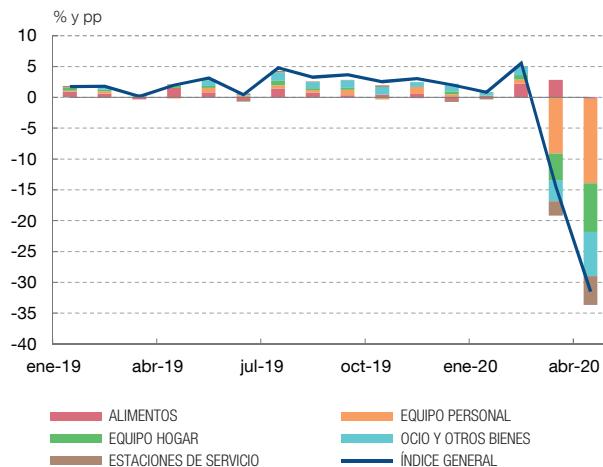
14 De acuerdo con la información facilitada por el INE, el Grupo especial bienes COVID-19, que representa un 27 % del índice general, incluye los productos de alimentación, bebidas, tabaco, limpieza del hogar, comida para animales y cuidado personal. Por su parte, el Grupo especial servicios COVID-19, que supone un 18 % del índice general, incluye los servicios de alquiler de vivienda y garaje, la distribución de agua, alcantarillado, recogida de basuras, gastos comunitarios, electricidad, gas, gasóleo para calefacción, servicios de telefonía, música y televisión en streaming, seguros, comisiones bancarias y servicios funerarios.

Gráfico 4.5

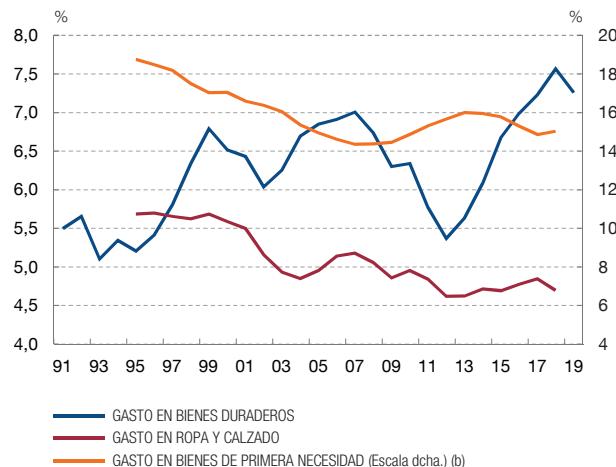
LAS MEDIDAS DE CONFINAMIENTO HAN FORZADO UN CAMBIO DRÁSTICO EN EL PATRÓN DE CONSUMO DE LOS HOGARES, FENÓMENO QUE SE HA VISTO REFLEJADO EN LA INFLACIÓN

Las medidas de confinamiento han favorecido el dinamismo del gasto en productos alimenticios. Entre las partidas de gasto que se han visto más negativamente afectadas, destacan las relacionadas con la hostelería, pero también han sufrido desplomes históricos las ventas de automóviles, las de bienes de equipo y las de bienes de equipo del hogar. Dentro del subconjunto de bienes y servicios que los hogares han seguido consumiendo durante el confinamiento, los precios de los bienes se han incrementado en términos generales, mientras que los de los servicios han caído.

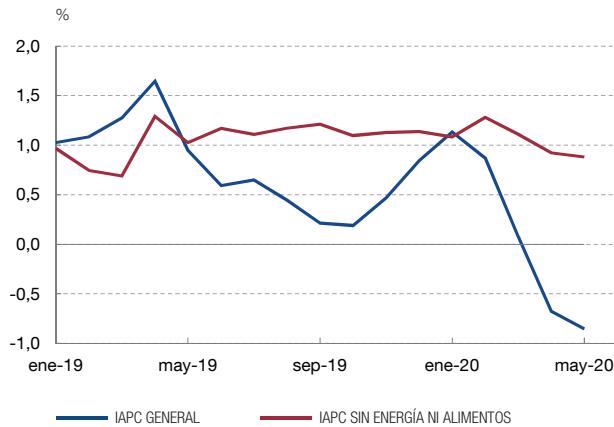
1 ÍNDICE DE COMERCIO AL POR MENOR
Tasa interanual y contribuciones



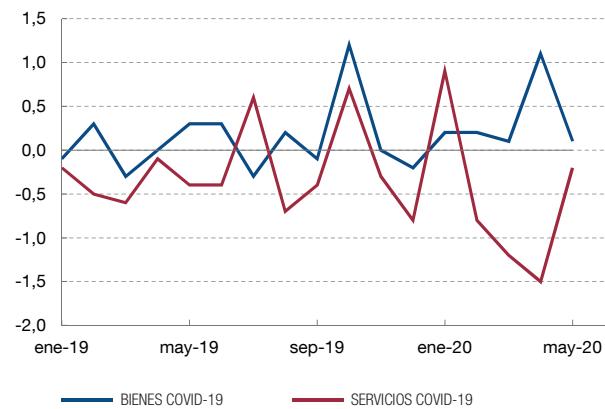
2 PESO DE DIVERSAS PARTIDAS DE GASTO EN EL CONSUMO DE LOS HOGARES E ISFLSH EN TÉRMINOS REALES (a)



3 INFLACIÓN GENERAL Y SUBYACENTE



4 INFLACIÓN: GRUPOS ESPECIALES COVID-19 (c)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (INE).

a Año base: 2015.

b Alimentos, bebidas no alcohólicas y productos farmacéuticos y médicos.

c Grupos especiales calculados por el INE de los bienes y servicios que la mayoría de los hogares han seguido consumiendo en la situación de confinamiento.



(véase gráfico 4.5.4). Destaca, en particular, el comportamiento de los precios de los alimentos frescos, que aumentaron con fuerza en abril (un incremento del 2,6 % intermensual) y apenas se han corregido a la baja en mayo. Esta evolución habría podido verse influida no solo por factores de demanda, sino también por cuestiones de oferta relacionadas, por ejemplo, con una mayor dificultad para encontrar mano de obra o con ciertas restricciones al transporte.

El impacto de esta crisis sobre el empleo está siendo particularmente acusado.

De acuerdo con los datos de afiliación a la Seguridad Social, entre mediados de marzo y finales de mayo se habrían destruido en España casi 752.000 puestos de trabajo (un 3,9 % del total). No obstante, estas cifras no incluyen a los trabajadores afectados por expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE) ni a los autónomos que se encuentran en situación de cese temporal de actividad. De hecho, el grueso de la corrección en el mercado de trabajo en España durante los últimos meses se ha materializado precisamente a través de estos dos instrumentos de ajuste temporal del empleo, impulsados por el Gobierno en su respuesta de política económica a la crisis (véase epígrafe 4.3). En particular, de acuerdo con la información más reciente publicada por el Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, a finales de mayo casi tres millones de trabajadores estaban afectados por un ERTE y algo más de 1,4 millones de autónomos se encontraban en situación de cese temporal de actividad¹⁵.

La destrucción de empleo se concentró en la segunda mitad de marzo. Solo en esa quincena, que siguió a la declaración del estado de alarma, la afiliación a la Seguridad Social se redujo en más de 890.000 personas. En abril y mayo, el mercado de trabajo mostró ciertos síntomas de estabilización (véase gráfico 4.6.1). En particular, la afiliación a la Seguridad Social moderó significativamente su caída durante el mes de abril (una contracción del 0,3 %, frente al desplome del 4,3 % registrado en marzo¹⁶) y aumentó ligeramente a lo largo del mes de mayo (un 1 %). Además, en este mes, el número de trabajadores afectados por un ERTE disminuyó un 11,5 %. Como se discutirá a continuación, estas dinámicas reflejaron, en parte, la recuperación del empleo en determinados sectores y provincias, que avanzaron en mayor medida que otros en el plan de desescalada durante el mes de mayo.

Como en otros episodios de fuerte destrucción de empleo en la economía española, en esta crisis la mayor parte del ajuste está recayendo sobre los trabajadores temporales. Como puede apreciarse en el gráfico 4.6.2, en los últimos meses la destrucción de empleo se ha concentrado fundamentalmente en

15 A finales de mayo, el 87,2 % de los trabajadores afectados por un ERTE se encontraban incluidos en un ERTE por fuerza mayor, mientras que el resto lo estaban en ERTE solicitados por otras causas económicas. Este porcentaje es inferior al que se registró a finales de abril (un 91 %), puesto que, en mayo, el número de trabajadores afectados por ERTE de fuerza mayor se redujo un 14,9 % y el de los trabajadores incluidos en ERTE por otras causas se incrementó un 22,4 %.

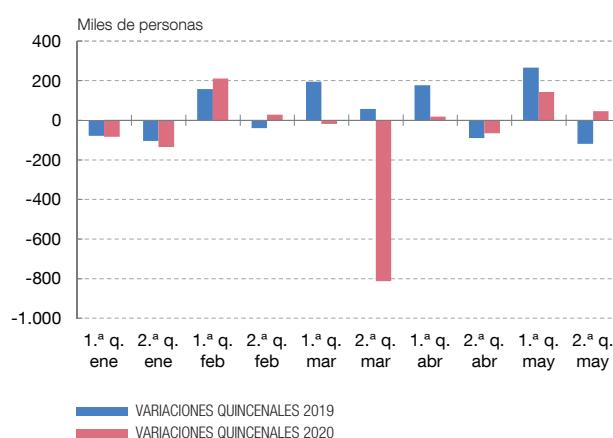
16 Tasas intermensuales con datos a fin de mes.

Gráfico 4.6

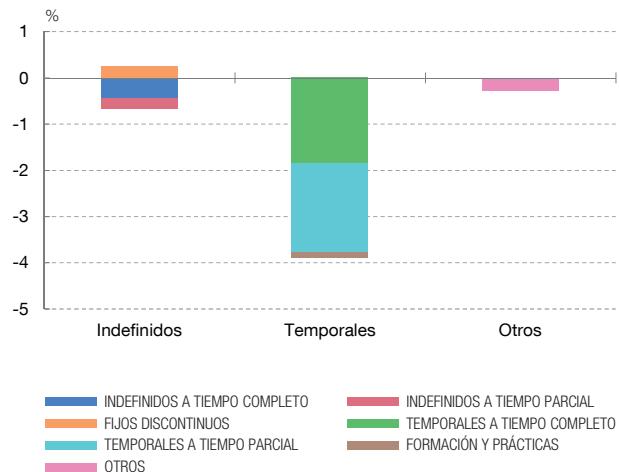
EL IMPACTO DE ESTA CRISIS SOBRE EL EMPLEO ESTÁ SIENDO PARTICULARMENTE ACUSADO

El impacto de la crisis sobre el empleo se concentró en la segunda mitad de marzo, mientras que, en abril y mayo, el mercado de trabajo mostró ciertos síntomas de estabilización. La mayor parte del ajuste en el empleo está recayendo sobre los trabajadores temporales y, a nivel sectorial, está afectando de manera mucho más intensa a los servicios (especialmente, a los relacionados con el comercio minorista, el ocio, la restauración y la hostelería) que a las manufacturas.

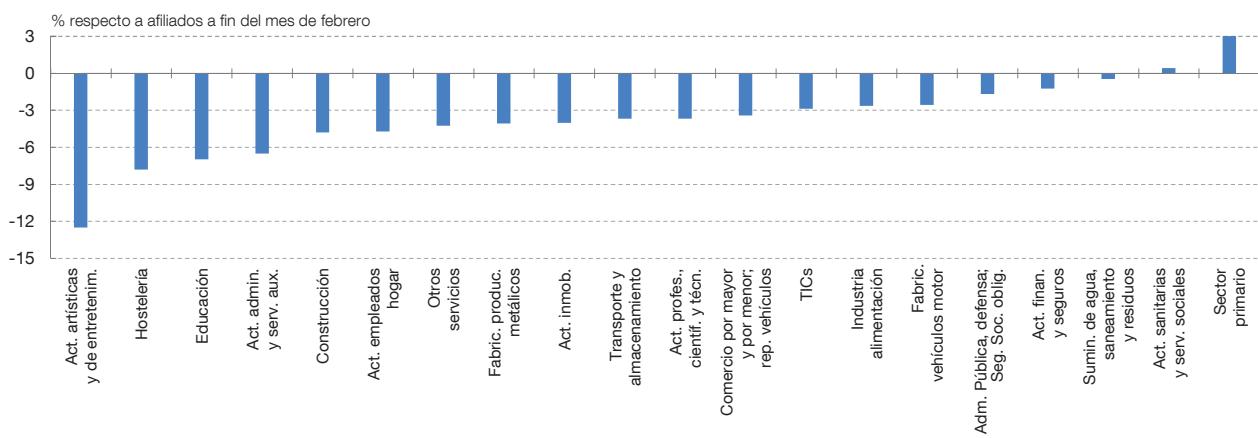
1 VARIACIONES QUINCENALES DE AFILIADOS



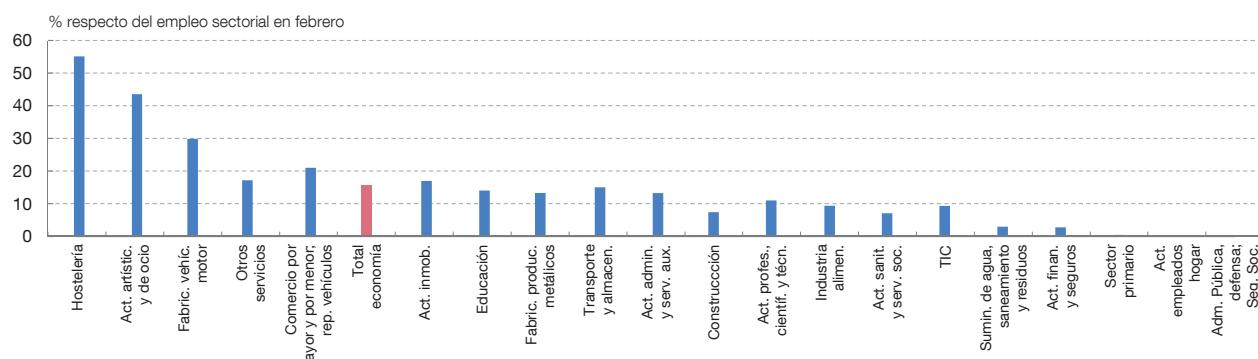
2 CAÍDA DE LA AFILIACIÓN, POR TIPO DE CONTRATO, ENTRE FEBRERO Y MAYO DE 2020



3 VARIACIÓN DE AFILIADOS A FIN DEL MES DE MAYO, POR SECTORES DE ACTIVIDAD



4 INCIDENCIA DE ERTEs EN MAYO, POR SECTORES DE ACTIVIDAD



FUENTES: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.



los contratos temporales, tanto a tiempo parcial como a tiempo completo, mientras que las caídas de los afiliados con contratos indefinidos son relativamente reducidas. De esta forma, los asalariados temporales representan el 77,2 % del descenso total en la afiliación registrado desde el comienzo de esta crisis. El hecho de que este porcentaje sea tan elevado no resulta novedoso en la economía española, sino que es un fenómeno habitual que se repite en aquellas coyunturas en las que se destruye empleo. Así, por ejemplo, entre julio de 2008 y mayo de 2009, en la fase inicial de la crisis financiera global, el 92 % de los trabajadores que perdieron su empleo en España tenían un contrato temporal. En el contexto actual, esta situación se habría agravado, posiblemente, por el hecho de que los sectores que han resultado más afectados por la crisis sanitaria son, además, los que presentan una mayor tasa de temporalidad. Por otra parte, el análisis de las altas y bajas en los registros de la Seguridad Social revela que, en marzo, el deterioro de las cifras de afiliación se debió, fundamentalmente, al aumento de las bajas, que fueron un 36 % superiores a las registradas en marzo de 2019, y, en menor medida, a la disminución del número de altas, que cayeron un 19,2 % con respecto al mismo período del año anterior. En cambio, en abril y mayo, tanto los flujos de creación de empleo (las altas) como los de destrucción (las bajas) se situaron un 60 % por debajo de los observados en 2019.

El ajuste del empleo está teniendo una incidencia muy heterogénea por sectores. El empleo ha reflejado el hecho de que las medidas adoptadas para frenar el ritmo de contagio de la enfermedad han supuesto una restricción más severa sobre la actividad de los servicios (especialmente, aquellos relacionados con el comercio minorista, el ocio, la restauración y la hostelería) que sobre la de otros sectores de la economía¹⁷. Así, entre finales de febrero y finales de mayo, las caídas más pronunciadas en la afiliación a la Seguridad Social se concentraron en algunas ramas de los servicios no esenciales (por ejemplo, -12,5 % en las actividades artísticas y -7,8 % en la hostelería), mientras que la destrucción de la ocupación fue menor en las ramas manufactureras (por ejemplo, -2,6 % en la industria de la alimentación) (véase gráfico 4.6.3). Estas mismas diferencias sectoriales se aprecian también en términos del uso que las distintas ramas de actividad han hecho de los ERTE como mecanismo de ajuste del empleo (véase gráfico 4.6.4). Al margen de estos impactos acumulados, conviene resaltar que, en el marco del plan gradual de desescalada dispuesto por el Gobierno, el empleo en algunos de los sectores más beneficiados por la relajación de ciertas restricciones sobre su actividad mostró un comportamiento relativamente más dinámico durante el mes de mayo. En efecto, cuando se tiene en cuenta el desglose sectorial del aumento de la afiliación que se produjo en mayo (casi 188.000 empleos más) y de

17 La mayor incidencia directa de las medidas de confinamiento sobre los servicios resulta coherente con el hecho de que, de acuerdo con distintas métricas [véase, por ejemplo, Koren y Peto (2020)], las ramas de los servicios son, en general, más intensivas que otras actividades en el recurso a la interacción social y, por lo tanto, son más proclives a favorecer la expansión del virus.

la reducción del número de trabajadores afectados por ERTE observada en el mismo mes (casi 390.000 trabajadores menos), la recuperación del empleo efectivo en las ramas de la hostelería o el comercio (un 19,3 % y un 7,5 %, respectivamente) fue muy superior a la registrada en la media de la economía (un 4,1 %) o, por ejemplo, en las manufacturas (un 4,5 %).

Un amplio conjunto de información adicional apunta a que la actividad de los servicios se habría resentido con mayor intensidad que la de las manufacturas desde el comienzo de esta crisis. Este es el caso de los resultados de la encuesta realizada por el Banco de España a una muestra de empresas no financieras españolas para recabar información acerca del impacto de la crisis del Covid-19 sobre su negocio (véase gráfico 4.7.1)¹⁸. Otros indicadores de distinta índole también son coherentes con un mayor deterioro de la actividad en los servicios frente a las manufacturas. Un ejemplo sería, entre los indicadores cualitativos, el índice de gestores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) (véase gráfico 4.7.2). En la misma dirección apuntan, entre los indicadores cuantitativos, los datos más recientes de producción industrial (IPI) y de actividad en el sector servicios (IASS). Toda esta información está en línea con el comportamiento del valor añadido por ramas de actividad que se deduce del avance de la Contabilidad Nacional para el primer trimestre de 2020. En particular, según este avance, la actividad en el sector servicios se habría contraído un 5,6 % en los tres primeros meses del año, con caídas especialmente acusadas en el comercio, el transporte y la hostelería (-10,9 %), así como en las actividades artísticas y recreativas (-11,2 %). La industria, en cambio, habría sufrido un descenso sensiblemente menor, del 2,7 %. En el mismo período, el sector primario, que no se ha visto prácticamente afectado de manera directa por las medidas aplicadas para contener la epidemia, habría retrocedido solo un 1,4 %. Por último, destaca la contracción del 8,1 % que habría experimentado la construcción, que sería coherente con el desplome que se ha observado en algunos de los indicadores de actividad más relevantes para este sector (por ejemplo, en los referidos a las compraventas, el consumo de cemento y la confianza).

Al margen del impacto directo de las medidas de contención de la pandemia, todas las ramas de actividad habrían resultado afectadas de forma indirecta por la caída de la demanda y por los efectos de arrastre entre los distintos sectores. Como ya se ha comentado, a pesar de que algunos sectores apenas han sufrido los efectos de las restricciones impuestas a la actividad durante la gestión de la crisis sanitaria, su nivel de empleo y actividad se habría resentido igualmente en los últimos meses. Este es el caso, por ejemplo, de los sectores primario y energético. En este sentido, es importante tener en cuenta que la actividad de un determinado sector puede verse afectada no solo de forma directa por las medidas de contención de la pandemia, sino también de forma indirecta por los efectos arrastre que se derivan de los vínculos *input-output* que dicho sector mantiene con el resto de las

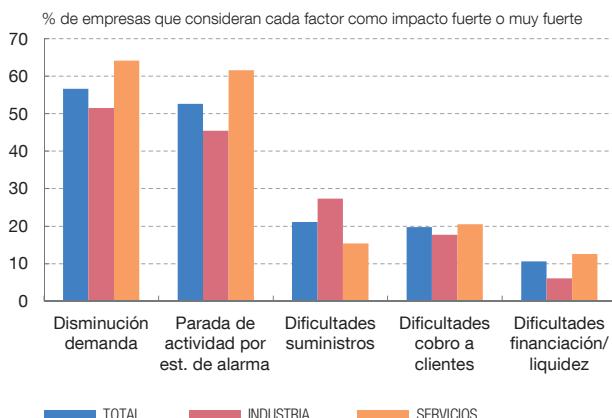
18 Para más detalles en relación con esta encuesta, véase Banco de España (2020b).

Gráfico 4.7

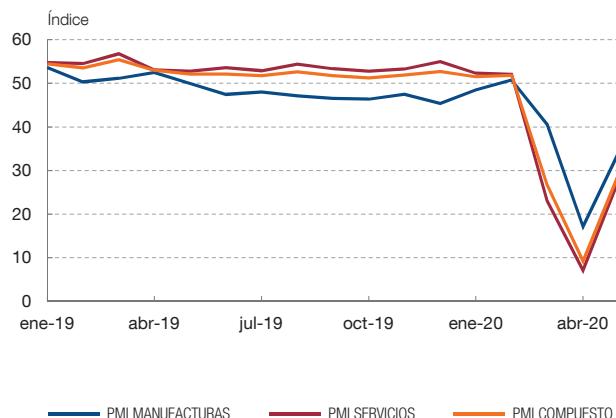
LA ACTIVIDAD DE LOS SERVICIOS SE HABRÍA RESENTIDO CON MAYOR INTENSIDAD QUE LA DE LAS MANUFACTURAS DESDE EL COMIENZO DE ESTA CRISIS

Distintas piezas de información son coherentes con un mayor deterioro de la actividad en los servicios frente a las manufacturas. En esta dirección apuntan, por ejemplo, los resultados de la encuesta realizada por el Banco de España a una muestra de empresas no financieras españolas a principios de abril y los PMI. No obstante, al margen del impacto directo de las medidas de contención de la pandemia, todas las ramas de actividad se habrían visto afectadas de forma indirecta por la caída de la demanda y por los efectos de arrastre entre los distintos sectores.

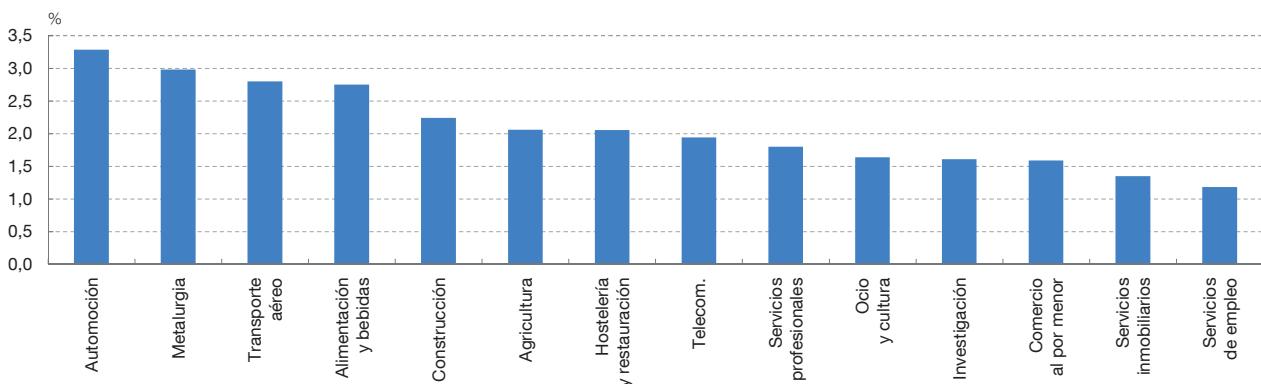
1. FACTORES DETERMINANTES DE LA CAÍDA DE LA ACTIVIDAD



2. ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS EN ESPAÑA



3. EFECTOS DE ARRASTRE, POR SECTOR (a)



FUENTES: IHS Markit, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Véase Acemoglu *et al.* (2016).



ramas de la economía. El gráfico 4.7.3 muestra, para una selección de sectores, el efecto de arrastre total que cada uno de ellos tiene sobre el conjunto de la economía¹⁹. Destaca, por ejemplo, el sector del automóvil, cuya actividad se vio sensiblemente afectada en los meses de marzo y abril por la caída de la demanda y por las disrupciones en las cadenas globales de suministro, y que, además de ser uno de los

19 Para un mayor detalle sobre la metodología empleada para calcular estos efectos de arrastre, véanse, por ejemplo, Izquierdo *et al.* (2019) y Acemoglu *et al.* (2016).

sectores con mayor productividad en la economía española²⁰, también presenta una capacidad de arrastre muy notable. Asimismo, es muy relevante cuantitativamente el efecto multiplicador o de arrastre de las ramas de la hostelería, la restauración y las agencias de viaje, que son quizás las que más han sufrido el impacto de las medidas de contención desplegadas. En particular, cada euro adicional de facturación en el conjunto de las ramas mencionadas está vinculado a algo más de dos euros de producción adicional en el resto de los sectores de la economía.

La crisis sanitaria está teniendo un impacto heterogéneo sobre la actividad económica de las provincias españolas. Si bien aún no se dispone de información suficientemente detallada en cuanto a las dinámicas de actividad a escala desagregada geográficamente, el impacto de esta crisis sobre el empleo presenta una extraordinaria heterogeneidad por provincias (véase gráfico 4.8.1). Así, por ejemplo, mientras que la afiliación cayó más de un 7 % en términos interanuales en Baleares, Gerona y Málaga en mayo, los descensos fueron inferiores al 2 % en provincias como Navarra, Guipúzcoa, Cuenca o Toledo. Una parte importante de estas diferencias puede explicarse por la heterogeneidad provincial en cuanto a la estructura sectorial y a la tasa de empleo temporal²¹. En este sentido, en el gráfico 4.8.2 puede apreciarse que aquellas provincias con un mayor porcentaje de actividad productiva dedicada al comercio y a la hostelería registraron caídas del empleo mucho más acusadas entre finales de febrero y finales de abril. La evolución de la afiliación y de los ERTE durante el mes de mayo también apunta a que el distinto ritmo de avance en el proceso de desescalada es un factor adicional que ha influido en la heterogeneidad provincial en el comportamiento del empleo más recientemente (véase gráfico 4.8.3). En efecto, en aquellas provincias que pasaron a la fase 1 del plan de desescalada el 11 de mayo el aumento de la afiliación durante ese mes fue mayor que en el resto de las provincias (un 1,3 %, frente a un 0,8 %), y el descenso del número de trabajadores afectados por ERTE, más intenso (un 14,2 %, frente a un 9,4 %). El hecho de que esta crisis sanitaria esté teniendo un impacto asimétrico sobre la geografía española, como consecuencia, principalmente, de diferencias en la estructura sectorial y en el ritmo de la desescalada, es coherente con las estimaciones realizadas por el Banco de España explotando los vínculos *input/output* sectoriales con desglose regional²².

4.3 Las políticas económicas adoptadas en España

La respuesta de política económica a la crisis del Covid-19 se ha producido en diversos ámbitos y en distintas fases. Al igual que ha sucedido en otros países, en España se ha reaccionado a la pandemia de Covid-19 en diversos frentes, con actuaciones que han ido implementándose a medida que el impacto económico de

20 Véase Cuadrado *et al.* (2020).

21 Véase Pérez e Izquierdo (2020).

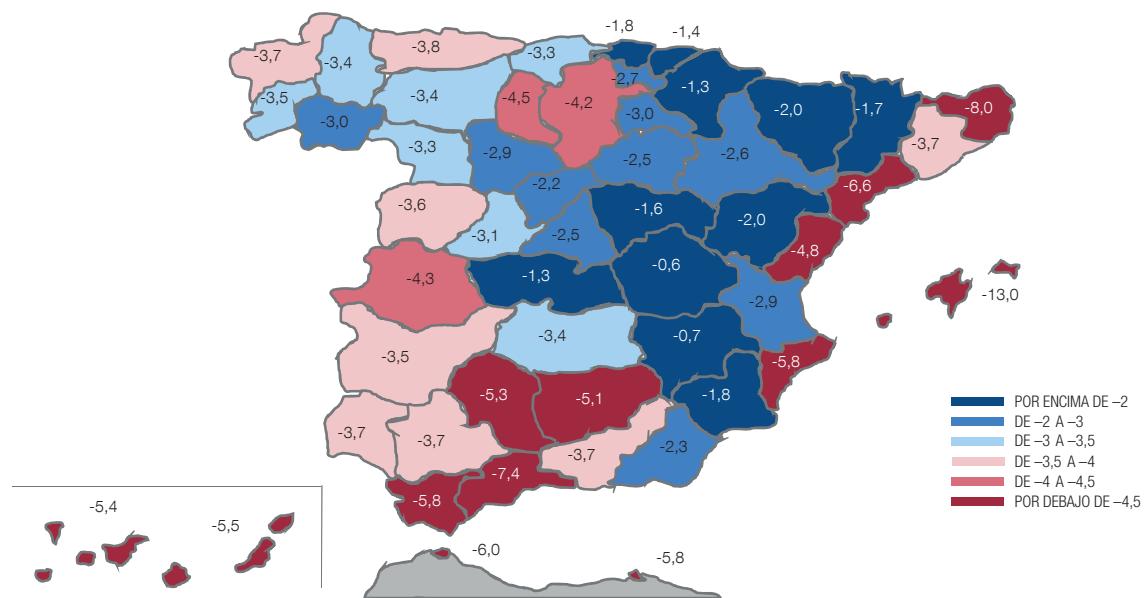
22 Véase Prades-Illanes y Tello-Casas (2020).

Gráfico 4.8

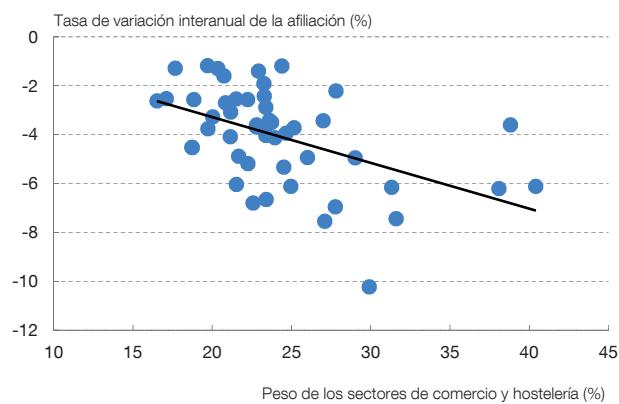
LA CRISIS SANITARIA ESTÁ TENIENDO UN IMPACTO MUY HETEROGENEO SOBRE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA DE LAS PROVINCIAS ESPAÑOLAS

El impacto que esta crisis está teniendo sobre el empleo presenta una extraordinaria heterogeneidad a escala provincial. Una parte importante de esta heterogeneidad puede explicarse por las diferencias provinciales en cuanto a la estructura sectorial y a su tasa de temporalidad. En mayo, además, la evolución de la afiliación y de los ERTEs se ha visto influida por el distinto ritmo de avance en el proceso de desescalada entre provincias.

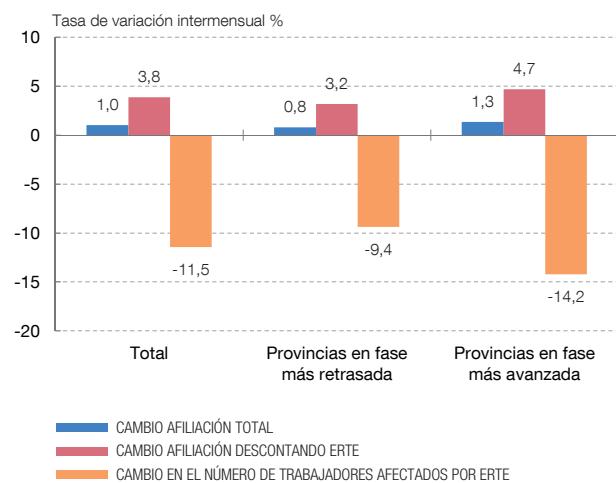
1 VARIACIONES INTERNUALES DE LA AFILIACIÓN EN EL MES DE MAYO DE 2020, POR PROVINCIAS (%)



2 CAÍDA DE LA AFILIACIÓN EN ABRIL DE 2020 Y PESO DE LOS SECTORES DE COMERCIO Y HOSTELERÍA, POR PROVINCIAS



3 EVOLUCIÓN DE LA AFILIACIÓN EN MAYO



FUENTES: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.



la crisis sanitaria se intensificaba²³. Las medidas que se han aprobado se han centrado, principalmente, en el reforzamiento del sistema sanitario, la protección del empleo y el apoyo a los hogares vulnerables, y la provisión de liquidez a las empresas y autónomos²⁴. Con estas actuaciones se ha pretendido, fundamentalmente, aliviar la presión sobre el sistema sanitario en el corto plazo, proteger las rentas de hogares y empresas, y evitar que esta crisis sanitaria, eminentemente temporal, provoque daños significativos en el potencial de crecimiento de la economía, que limiten su capacidad de recuperación posterior como consecuencia de la desaparición de empresas viables o de la destrucción permanente de relaciones laborales.

En el ámbito sanitario, se ha incrementado la dotación presupuestaria para hacer frente a la pandemia. Con este propósito, el Gobierno ha facilitado 2,8 mm de euros a las Comunidades Autónomas y ha aumentado en 1.000 millones de euros los recursos del Ministerio de Sanidad. Asimismo, se han destinado 30 millones de euros a financiar la investigación sobre el virus y 600 millones de euros para que las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales puedan garantizar los servicios sanitarios de los más vulnerables. El Gobierno también ha aprobado la creación de un fondo especial, no reembolsable, el Fondo Covid-19, mediante el cual el Estado ingresará a las Comunidades Autónomas 16 mm de euros, de los que 9 mm se destinarán a gastos sanitarios²⁵. Además, el 21 de abril se estableció un tipo del 0 % en el IVA asociado a la compra de material sanitario cuyos destinatarios sean entidades públicas, clínicas o centros hospitalarios, o entidades privadas de carácter social, que estará vigente hasta el 31 de julio de 2020.

También se han desplegado importantes medida, al objeto de proteger los puestos de trabajo y de apoyar a los hogares más vulnerables. Entre estas actuaciones, destaca la flexibilización de los ERTE y reducción de jornada, y la exoneración de las correspondientes cuotas empresariales a la Seguridad Social (del 100 % en el caso de las pymes y del 75 % para el resto de las empresas). La vigencia de estas medidas se asoció inicialmente a la del estado de alarma. Posteriormente se amplió, primero hasta finales del mes de junio y después hasta finales del mes de septiembre, si bien con menores porcentajes de bonificación para fomentar la reincorporación de los trabajadores, en línea con la recuperación de la actividad de sus empresas. Asimismo, se ha creado un subsidio extraordinario de desempleo

23 Las principales medidas aprobadas están recogidas en cuatro reales decretos-leyes ([RDL 7/2020](#), [RDL 8/2020](#), [RDL 11/2020](#) y [RDL 15/2020](#)), aprobados entre el 12 de marzo y el 21 de abril.

24 Se ha actuado también en muchos otros ámbitos. Por ejemplo, se han aprobado medidas de flexibilización sobre determinadas obligaciones mercantiles de las sociedades durante el estado de alarma y, en algunos casos, por períodos más prolongados. En particular, se ha flexibilizado la forma en la que pueden celebrarse las sesiones de los órganos de gobierno y de administración y la adopción de acuerdos, y se han suspendido diversos plazos de actuación. Para más detalles, véase el [RDL 8/2020](#).

25 De la cuantía restante de este fondo, 5 mm de euros se utilizarán para compensar la caída de los ingresos propios de las Comunidades Autónomas (esto es, de los impuestos autonómicos y de otros ingresos), algo que afecta especialmente a las comunidades forales, y 2 mm de euros se destinarán a educación. Para más detalle sobre las características de este fondo y sobre su reparto entre las distintas comunidades autónomas, véase el [RDL 22/2020](#).

para diversos colectivos, como los trabajadores temporales sin suficiente período cotizado previo o los empleados del servicio doméstico; se han flexibilizado las condiciones para el cobro de la prestación por cese de actividad en el caso de los trabajadores autónomos, eliminando requisitos para su acceso, y se ha incrementado la protección por desempleo de los trabajadores fijos discontinuos, ampliando la cobertura de la prestación a aquellos que no se hayan podido incorporar a su puesto de trabajo y no tuvieran derechos de prestación. Para los hogares más vulnerables, entre otras medidas, se han garantizado los suministros esenciales y se han establecido distintas moratorias en el pago de alquileres, hipotecas y préstamos sin garantía hipotecaria. Además, aunque no directamente ligado a la emergencia de la crisis sanitaria actual, se ha aprobado, con carácter permanente, el ingreso mínimo vital (IMV)^{26, 27}. Con el objetivo de reducir la pobreza extrema, esta nueva prestación complementará los ingresos de los hogares que puedan acogerse a ella, hasta garantizar un ingreso mínimo de 5.538 euros anuales por persona. Según la información proporcionada por la Seguridad Social, este programa podría beneficiar a unos 850.000 hogares, con un coste aproximado de 3.000 millones de euros anuales.

Un tercer grupo de medidas ha estado dirigido a proveer de liquidez a las empresas, con especial énfasis en las pequeñas y medianas y en los autónomos. Por una parte, se ha dispuesto una línea de avales públicos de 100 mm de euros para préstamos a sociedades no financieras, y otra de 2 mm de euros centrada específicamente en pymes y empresas exportadoras. Además, el ICO ha establecido una línea de crédito de 400 millones de euros dirigida a empresas del sector turístico. Por otra parte, como en el caso de los hogares, también se han aprobado moratorias legislativas de las deudas hipotecarias y de los contratos de crédito sin garantía hipotecaria para los empresarios individuales en situación de vulnerabilidad económica como consecuencia de la crisis. Posteriormente, y de forma complementaria, las entidades prestamistas establecieron un régimen especial para acuerdos de moratoria sectoriales a estos mismos colectivos vulnerables. Asimismo, se ha acordado una moratoria de deudas tributarias por un período de seis meses para pymes y autónomos, así como el aplazamiento de todos los pagos impositivos de las empresas hasta el 20 de mayo. En la misma línea, se ha aprobado una moratoria de seis meses en el pago a la Seguridad Social de las cuotas de cotización de las empresas de abril a junio y de los autónomos de mayo a julio en determinados sectores. Por último, se ha acordado también que las pymes y los autónomos en régimen de estimación objetiva, que debían tributar este año según su volumen de actividad en 2019, puedan hacerlo en función de una estimación de la actividad en el momento actual.

26 Véase el RDL 20/2020.

27 Aunque, con carácter general, los requisitos de acceso para el IMV se definen según la renta del año anterior, para atender a los colectivos más afectados por la crisis sanitaria actual se ha establecido que aquellos hogares cuyos ingresos en los primeros meses de 2020 hayan sido particularmente reducidos se podrán beneficiar de esta ayuda, bajo determinadas condiciones, a lo largo del segundo semestre de 2020.

Las estimaciones del coste presupuestario que va a suponer el conjunto de medidas discrecionales aprobadas por el Gobierno para hacer frente a esta crisis están sujetas a una extraordinaria incertidumbre. Las estimaciones del coste presupuestario que va a suponer el conjunto de medidas discrecionales aprobadas por el Gobierno para hacer frente a esta crisis están sujetas a una extraordinaria incertidumbre. Por una parte, no es posible determinar con precisión el número de hogares o de empresas que se beneficiarán de algunas de las medidas adoptadas, ni está siempre claro el período en el que estas actuaciones permanecerán vigentes. Por otra parte, el coste final de las medidas dependerá, en último término, de su capacidad para evitar un deterioro persistente del potencial de crecimiento de la economía, aspecto sobre el que también existe una considerable incertidumbre. En particular, el mayor o menor éxito de estas intervenciones para favorecer una recuperación rápida e intensa de la economía en el corto plazo tendrá una influencia directa sobre la solvencia y la liquidez del sector empresarial español y, por consiguiente, sobre el coste final para el sector público de las líneas de avales establecidas para la concesión de créditos a empresas. Además, el coste total de esta crisis para las cuentas públicas dependerá no solo del gasto asociado a las medidas discrecionales aprobadas, sino también del funcionamiento de los estabilizadores automáticos. En este sentido, como se detalla en el epígrafe 4.4.3, es previsible que esta crisis provoque un incremento muy notable del déficit de las AAPP en los próximos trimestres como resultado, en buena medida, de una reducción muy significativa de los ingresos impositivos del sector público y de un aumento del gasto por prestaciones de desempleo.

4.4 Las perspectivas económicas para los próximos trimestres

4.4.1 El punto de partida

La economía española afronta la crisis económica causada por la pandemia de Covid-19 después de una larga fase expansiva en la que ha evidenciado un patrón de crecimiento más equilibrado que en el pasado. 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 este período, el PIB español se incrementó un 16 % en términos reales acumulados, aumento que fue sensiblemente superior al observado en el promedio de la UEM (un 11,5 %)²⁸ y que permitió, a finales de 2019, superar en más de un 6 % el nivel máximo de PIB registrado en el anterior ciclo alcista (en 2008). Esta fase de crecimiento, apoyada por la introducción de distintas reformas en los ámbitos europeo y nacional, pero también por el tono expansivo de las políticas de demanda, ha presentado una serie de elementos distintivos respecto de otros ciclos expansivos previos, que, en general,

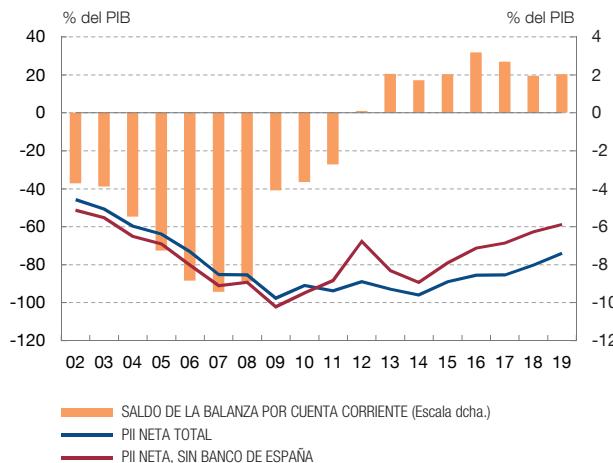
²⁸ En términos per cápita, el aumento del PIB real en España entre 2013 y 2019 también fue superior al registrado en la media de la UEM (un 15,2 % en España, frente a un 10 % en la UEM).

Gráfico 4.9

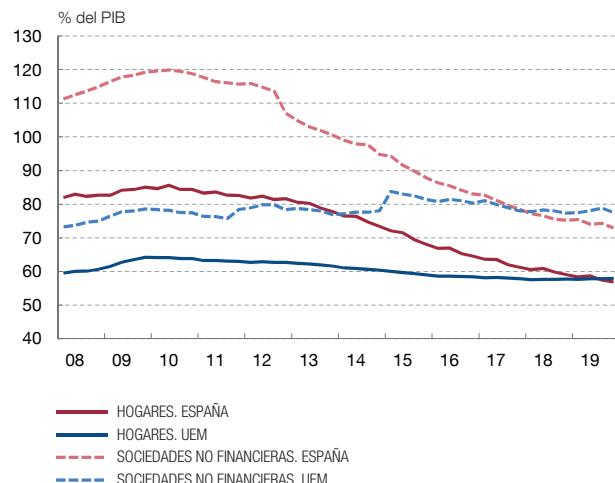
LOS SUPERÁVITS EXTERNOS, EL PROCESO DE DESENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO Y LA TRASFORMACIÓN DE LA ESTRUCTURA PRODUCTIVA HAN SIDO ELEMENTOS DISTINTIVOS DE LA ÚLTIMA ETAPA DE CRECIMIENTO EN ESPAÑA

La economía española ha registrado superávits en la balanza por cuenta corriente de manera continuada durante los últimos años, lo que contrasta con los déficits en el entorno del 9 % del PIB que se observaron en 2006-2008. El crecimiento de los últimos años también ha sido compatible con un intenso proceso de desendeudamiento por parte de los hogares y las empresas no financieras españolas, cuyas ratios de deuda sobre PIB se situaron por debajo del promedio de la UEM a finales de 2019.

1. EVOLUCIÓN DEL SALDO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y DE LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL (PII) NETA



2. ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO



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



han favorecido una notable reducción de los principales desequilibrios macrofinancieros de la economía.

Los superávits externos, el proceso de desendeudamiento del sector privado y la transformación de la estructura productiva han sido elementos distintivos de la última etapa de crecimiento. El ciclo expansivo que concluyó en 2008 se distinguió, entre otras características, por registrar unos abultados déficits en la balanza por cuenta corriente, un intenso recurso al crédito por parte del sector privado y una extraordinaria prominencia del sector de la construcción en la estructura productiva. Estas dinámicas, fuente de un considerable grado de vulnerabilidad para el conjunto de la economía y su sector financiero, se corrigieron de manera muy significativa en la fase de crecimiento que comenzó a finales de 2013, como se detalla a continuación.

La economía española ha registrado superávits en la balanza por cuenta corriente de manera continuada durante los últimos años (véase gráfico 4.9)²⁹. A finales de 2019, este superávit se situó en el 2 % del PIB, lo que contrasta con los

29 Para un mayor detalle sobre el proceso de ajuste de la balanza por cuenta corriente española durante estos años, véase Banco de España (2017a).

déficits en el entorno del 9 % del PIB que se observaron en el período 2006-2008. Esta mejora en el saldo exterior de la economía española se explicaría por un conjunto de factores interrelacionados entre sí, que incluyen las ganancias de competitividad acumuladas en la última década, la diversificación geográfica de las exportaciones españolas hacia mercados con un mayor potencial de crecimiento y el incremento en el número de empresas que venden regularmente al resto del mundo. Todo ello ha redundado en un aumento muy significativo del peso de las exportaciones españolas en el PIB (un 35 % en 2019, frente a un 26 % en 2007) y en la reducción de la posición deudora de inversión internacional, si bien esta sigue siendo muy abultada, tanto en términos históricos como en relación con otras economías de nuestro entorno (véase gráfico 4.9.1).

Los hogares y las empresas se han desendeudado, al tiempo que el sector de la construcción y el sector financiero han abordado profundas reestructuraciones que han resultado en una disminución muy pronunciada de su dimensión. El crecimiento de los últimos años ha sido compatible con un intenso proceso de desendeudamiento por parte del sector privado no financiero. Así, a finales de 2019 las ratios de deuda sobre PIB de los hogares y las empresas no financieras españolas se situaron en el 57 % y el 74 %, respectivamente (28 pp y 46 pp por debajo de sus máximos poscrisis), niveles que son inferiores en ambos casos al promedio de la UEM (véase gráfico 4.9.2). Al mismo tiempo, el peso de la inversión en construcción en el PIB español se ha reducido de forma muy significativa (desde casi un 21 % en 2006 hasta el 9 % en la media de 2013-2019), y con ello se ha aproximado a los niveles observados en el promedio de la UEM³⁰. En cambio, frente a la relativa atonía del sector de la construcción en los últimos años, la inversión en bienes de equipo se ha mostrado claramente más dinámica en España desde 2013 que en otros países de nuestro entorno (con un crecimiento anual promedio del 5,1 % en España, frente al 3,2 % registrado en la UEM)³¹. Esta evolución se ha producido en un contexto en el que el sector financiero ha llevado a cabo importantes esfuerzos de saneamiento, recapitalización y reestructuración que han contribuido a una asignación más eficiente del crédito entre empresas, pues este se ha canalizado con una mayor intensidad hacia las empresas más productivas³².

A pesar de los progresos alcanzados en los últimos años, la economía española aún presentaba algunas importantes fuentes de vulnerabilidad a

30 Esta misma dinámica se aprecia también en términos del peso del VAB del sector de la construcción sobre el VAB total de la economía. En términos reales, esta ratio se redujo desde un 10,3 % en 2006 hasta un 5,9 % en la media de 2013-2019, solo 1 pp por encima del promedio de la UEM en este período. Para un mayor detalle sobre el proceso de ajuste que ha tenido lugar en los últimos años en el sector de la construcción español, véanse, por ejemplo, García-Montalvo (2013) y Banco de España (2020d).

31 Para una descripción más pormenorizada del comportamiento de la inversión en el último ciclo expansivo español, véase, por ejemplo, Banco de España (2018).

32 Véanse Banco de España (2017b) para una descripción detallada del proceso de transformación que el sector financiero ha acometido en los últimos años y Jiménez, Moral-Benito y Vega (2018) para un análisis de los cambios que han tenido lugar en el proceso de asignación del crédito en este período. Para una descripción de los retos que el sector financiero deberá afrontar en los próximos años, véase el epígrafe 5.3 de este Informe.

finales de 2019, que están condicionando la respuesta a la crisis del Covid-19 y la magnitud de la actual recesión. En particular, después de años de crecimiento robusto e ininterrumpido, la economía española no ha logrado corregir el desequilibrio en sus cuentas públicas, el mercado laboral sigue caracterizado por tasas de desempleo elevadas y por una excesiva dualidad entre trabajadores fijos y temporales, y el crecimiento de la productividad continúa siendo escaso. Estos aspectos no solo han influido ya de alguna manera en el impacto inicial de la pandemia de Covid-19 sobre la economía española (véase epígrafe 4.2), sino que también condicionarán su comportamiento y capacidad de reacción de cara al futuro (véase epígrafe 5.1).

4.4.2 Las principales fuentes de incertidumbre

Tres aspectos principales, sobre los que existe una extraordinaria incertidumbre, condicionan las perspectivas de medio plazo para la economía española. En primer lugar, el desempeño de la economía española en los próximos trimestres dependerá de cómo evolucione la pandemia desde un punto de vista sanitario, de cómo se desenvuelvan los planes de desescalada gradual que han venido implementándose en las últimas semanas y de la medida en que la actividad de los distintos sectores de la economía pueda recuperar una cierta normalidad. Cuestiones, todas ellas, que, en el contexto de una economía global sumamente integrada, es necesario valorar tanto en el ámbito nacional como en el internacional. En segundo lugar, el dinamismo de la economía española en el medio plazo dependerá del grado en que esta crisis sanitaria pueda haber dañado el potencial de crecimiento de la economía, a pesar de las medidas desplegadas para evitarlo. En este sentido, existe una considerable incertidumbre en cuanto al deterioro persistente que esta crisis pueda ocasionar sobre el mercado laboral y el tejido empresarial. Por último, las perspectivas de medio plazo de la economía española y global se verán influidas por la evolución del sistema financiero, y en particular por la posibilidad de que se produzcan episodios disruptivos en este ámbito, con implicaciones potencialmente adversas para la actividad real.

Respecto a la primera fuente de incertidumbre, si bien a finales de junio la pandemia parece relativamente controlada en la mayor parte de los países de nuestro entorno, no pueden descartarse nuevos brotes de la enfermedad en el futuro. En efecto, la experiencia de otras pandemias a lo largo de la historia y la evidencia analizada en diversos estudios científicos sugieren que existe una probabilidad no despreciable de que se produzcan nuevos brotes de Covid-19 en el futuro. Naturalmente, no es posible precisar ni cuándo ocurrirían ni con qué intensidad. Tampoco existen certezas en cuanto al momento en el que se podrá disponer, a gran escala, de una vacuna o de un tratamiento vírico eficaz contra el Covid-19. En cambio, sí que existe un amplio consenso acerca de que, hasta que

dicha vacuna o tratamiento no estén disponibles, un eventual rebrote de la enfermedad requerirá la aplicación de nuevas medidas de contención, con su consiguiente coste económico³³. La posibilidad de que esto pueda llegar a suceder implica que los niveles de incertidumbre se mantendrán relativamente elevados en los próximos meses, lo que incidirá negativamente sobre las decisiones de gasto e inversión de los agentes. En este sentido, las estimaciones realizadas por el Banco de España sugieren que, si la incertidumbre económica se mantuviera en los niveles actuales (tras el aumento registrado en la segunda mitad de marzo) (véase gráfico 4.4.3), el consumo de los hogares sería un 3,5 % menor a mediados de 2021 que el que se hubiera producido en un escenario en el que la incertidumbre retrocediera rápidamente a sus niveles pre-Covid-19. El impacto negativo sobre la inversión empresarial sería aún más significativo, de aproximadamente un 27 %.

Tampoco existen certezas acerca de cómo se adaptarán los hogares y las empresas a los planes de desescalada que han venido implementándose en las últimas semanas en España y en otros países, y cuál será la nueva normalidad. Aunque muy heterogéneos entre sí, la mayoría de estos planes aún mantienen distintas formas de restricciones a la actividad en algunos sectores (por ejemplo, en términos del aforo de determinados espacios públicos³⁴) y a la movilidad internacional. Por lo tanto, aún no puede hablarse de una vuelta plena a la normalidad. Indudablemente, estas restricciones, cuya vigencia temporal es incierta, condicionarán la rentabilidad de los sectores y de las empresas afectadas y podrían generar modificaciones en su modelo de negocio en el corto plazo. También es posible que esta crisis acabe provocando cambios relativamente persistentes en la política industrial de algunos países, en el funcionamiento de las cadenas globales de valor y en los hábitos de consumo y trabajo de los hogares, aspectos, todos ellos, rodeados de una elevada incertidumbre (véase epígrafe 5.2). Por ejemplo, es difícil precisar en qué medida se producirán cambios permanentes en el porcentaje del gasto en consumo que los hogares efectúan a través de Internet (con implicaciones para el sector de comercio minorista) o en su demanda de servicios vinculados con desplazamientos internacionales o aglomeraciones (con implicaciones para sectores como los del transporte, el turismo y el ocio).

Los sectores más afectados por las restricciones para la contención de la pandemia tienen un peso elevado en la economía española, lo que amplifica el impacto negativo de la crisis en el corto plazo y, previsiblemente, influirá en

33 En líneas generales, la incipiente literatura académica que analiza las implicaciones económicas de la pandemia de Covid-19 apunta a que, si bien las medidas de distanciamiento social que se han implementado para frenar el ritmo de contagio de la enfermedad tienen un elevado coste económico con efectos inmediatos, cuando se adopta una perspectiva de más largo plazo o se internalizan los distintos canales a través de los cuales esta pandemia puede llegar a afectar a la actividad, estas medidas resultan óptimas desde un punto de vista económico. Véanse Bodenstein *et al.* (2020) y Farboodi *et al.* (2020).

34 Véase el epígrafe 4.1 para más detalles sobre el plan de desescalada en España.

el dinamismo de la posterior recuperación³⁵. En una comparativa internacional, el peso de los sectores que más se vieron afectados por las restricciones iniciales sobre la movilidad y la actividad (aquellos vinculados con el transporte de pasajeros, el comercio minorista, el ocio, la restauración o, más en general, con el turismo) es relativamente elevado en España (véase gráfico 2.8.2). Este patrón de especialización productiva estaría influyendo, en parte, en que el impacto negativo de la crisis actual esté siendo más acusado en la economía española que en otras economías de nuestro entorno (véase epígrafe 2.3). En efecto, se estima que, incluso en un ejercicio hipotético en el que los cuatro grandes países del área del euro aplicaran exactamente las mismas restricciones sobre la actividad de los distintos sectores de la economía, la contracción de la actividad sería más intensa en España que en Alemania, Francia o Italia, como consecuencia de su particular composición sectorial³⁶. En la medida en que las restricciones que aún permanecen vigentes, y que previsiblemente se mantendrán en los próximos meses, siguen teniendo una mayor incidencia directa sobre las ramas de los servicios mencionadas con anterioridad, la estructura sectorial de la economía española podría seguir influyendo negativamente en el vigor de la recuperación en el medio plazo. Este canal se ilustra, desde la perspectiva del sector turístico, en el recuadro 4.1, en el que se describe el desplome que ha sufrido esta rama en España en los últimos meses y se valora su posible evolución en los próximos trimestres, así como el impacto que dicha evolución puede acabar teniendo en la recuperación del conjunto de la economía española en el medio plazo.

La composición de la fuerza laboral de estos sectores, con un peso relativamente elevado de mujeres, jóvenes y trabajadores de rentas bajas, también condicionará la senda de recuperación del gasto y la evolución de la desigualdad en el futuro. El recuadro 4.2 pone de manifiesto que las ramas de actividad más afectadas por esta crisis sanitaria —también denominadas «industrias sociales», en la medida en que presentan un mayor peso de tareas que requieren un alto grado de interacción social— emplean a mujeres, jóvenes y trabajadores que perciben rentas bajas de forma mucho más intensa que otros sectores de la economía. El hecho de que los trabajadores en los que más ha incidido esta crisis sean, precisamente, aquellos que presentan un mayor grado de vulnerabilidad de partida y disponen de unos recursos más limitados para sostener su gasto podría influir, indudablemente, en el dinamismo de la recuperación de la demanda agregada y en la evolución de la desigualdad, no solo en los próximos meses, sino también de forma más persistente. Así, por ejemplo, se ha documentado que una mayor inestabilidad de la renta de los jóvenes retrasa la adquisición de bienes duraderos (como la vivienda)³⁷ y que

35 Como se detalla en otras partes de este Informe, además de la estructura sectorial de la economía española, el alto porcentaje de temporalidad en el empleo y el peso relativamente elevado de las pequeñas y medianas empresas en el tejido productivo nacional también influirán de manera importante en las perspectivas de la economía española a corto y medio plazo.

36 Véase Prades-Illanes y Tello-Casas (2020).

37 Véase Paz-Pardo (2020).

aquellos jóvenes que se ven afectados por episodios de desempleo elevado mantienen una menor propensión al gasto en el corto plazo, así como a lo largo de su ciclo vital³⁸. Asimismo, en términos de vulnerabilidad, los últimos datos disponibles de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) del Banco de España apuntan a que un porcentaje relativamente importante de los empleados en las «industrias sociales» (un 12 %) son mujeres, que además constituyen más del 50 % de la renta del hogar; una de cada cinco mujeres en este colectivo (un 22 %) vive, además, en un hogar con activos inferiores a un mes de renta. No obstante, es importante mencionar que, en comparación con la crisis financiera global, los trabajadores más afectados por la coyuntura actual se encuentran relativamente más protegidos, tanto por una mejor salud financiera de sus hogares (en términos de menores pagos por deuda en relación con su renta) como por el hecho de que, en términos generales, estos trabajadores no constituyen la fuente principal de ingresos del hogar, que suele provenir, además, de rentas del trabajo en sectores diferentes de los sociales³⁹.

En estos momentos, todavía se desconoce el grado concreto en el que las medidas de política económica serán efectivas para evitar daños persistentes en el mercado laboral. Como se discutió en el epígrafe 4.2, en los últimos meses las empresas españolas han recurrido a los ERTE con una notable intensidad. Si bien este fenómeno también se ha observado en otros países durante esta crisis, en el caso del mercado laboral español el recurso a este mecanismo constituye un aspecto diferencial con respecto a las dinámicas observadas en este mercado en otros períodos recesivos previos. Además de que el diseño de este instrumento lo hace particularmente idóneo para responder a episodios de carácter temporal, como es el caso de la perturbación sanitaria del Covid-19, su uso en esta ocasión también se ha visto favorecido por los incentivos aprobados por el Gobierno al comienzo de esta crisis. En todo caso, dado el carácter relativamente novedoso de los ERTE de fuerza mayor como instrumento de ajuste del empleo en la economía española, existe una notable incertidumbre en cuanto a cómo acabarán resolviéndose las relaciones laborales afectadas por ellos, lo que también dependerá, evidentemente, de la evolución de la crisis en los próximos meses. En este sentido, cabe destacar que el número de trabajadores afectados por ERTE de fuerza mayor se redujo en casi 460.000 entre abril y mayo, al tiempo que el número de trabajadores incluidos en ERTE por otras causas se incrementó en 70.000 en el mismo período. Esto podría reflejar una progresiva adaptación de los ERTE de fuerza mayor iniciales, directamente relacionados con la pandemia de Covid-19, a otros mecanismos (en este caso, ERTE por otras causas) que se ajustan mejor a la situación específica de cada empresa. En cualquier caso, esta evidencia sugiere que la transición desde los ERTE de fuerza mayor al empleo no tiene por qué ser necesariamente directa o inmediata.

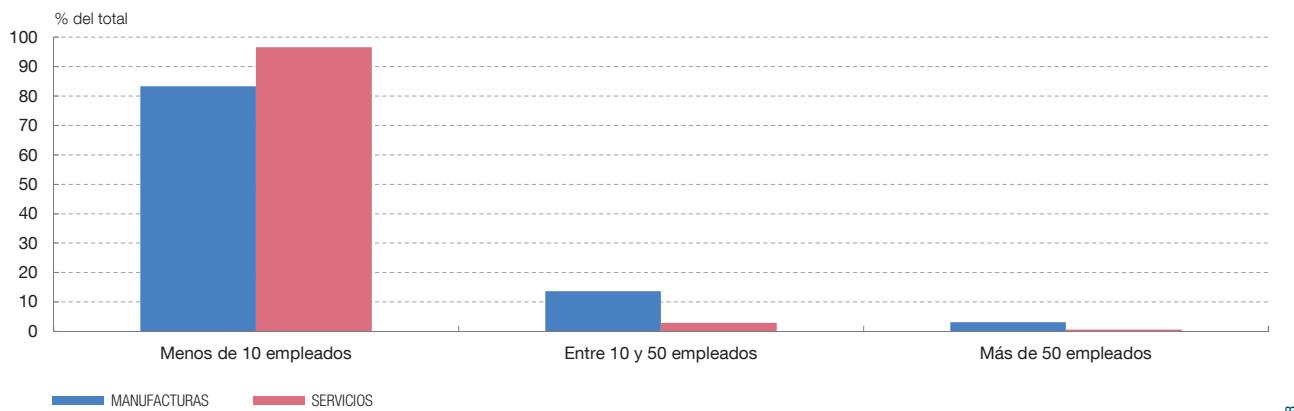
38 Véase Malmendier y Sheng Shen (2019).

39 Véase Alvargonzález *et al.* (2020).

Gráfico 4.10

EMPRESAS POR TAMAÑO Y SECTOR EN 2019

En una comparativa internacional, España se caracteriza por un peso relativamente elevado de las pequeñas y medianas empresas en su tejido productivo. Si bien este aspecto es común a las manufacturas y a los servicios, la preeminencia de las pequeñas y medianas empresas es particularmente acusada en el sector servicios.



FUENTES: Directorio Central de Empresas 2019 (DIRCE) del Instituto Nacional de Estadística.



El porcentaje de los trabajadores afectados por un ERTE que acabará recuperando su empleo dependerá, entre otros aspectos, de la capacidad de crecimiento de cada sector y cada empresa. Como ya se ha comentado previamente, cabría esperar que, al menos mientras persista la incertidumbre acerca del posible rebrote de la enfermedad, la recuperación en las ramas de manufacturas sea más vigorosa que en los servicios vinculados al comercio minorista, el ocio, la restauración o el turismo. Pero son precisamente estas ramas de los servicios las que han recurrido de forma más intensa a los ERTE y las que concentran la mayor parte de trabajadores afectados. Como se discutirá a continuación, el futuro de los ERTE en cada sector también dependerá de la capacidad de adaptación de sus empresas al nuevo entorno, que suele mostrar una correlación positiva con su tamaño⁴⁰. En esta dimensión, se aprecia de nuevo una notable heterogeneidad sectorial, que apunta a que el tamaño de las empresas en las manufacturas es significativamente mayor que en los servicios (véase gráfico 4.10). Por último, la evolución de los ERTE en los próximos trimestres se verá influida, sin duda, por las condiciones que se apliquen a estos. En principio, las facilidades y ventajas económicas que se aprobaron para la solicitud de los ERTE se vincularon a la duración del estado de alarma. Posteriormente, estas condiciones se extendieron, si bien con menores porcentajes de bonificación, primero hasta finales del mes de junio y después hasta finales del mes de septiembre. En todo caso, sería aconsejable que cualquier ajuste adicional que se produzca en este ámbito tenga en consideración la extraordinaria heterogeneidad que existe, entre sectores y empresas, en cuanto a su capacidad de recuperación en los próximos trimestres.

40 Véase, por ejemplo, Bartik *et al.* (2020).

La evidencia empírica disponible apunta a que los esquemas de ajuste temporal del empleo, como los ERTE, tendrían una capacidad relativamente limitada para proteger el empleo en el medio plazo en caso de que se produzcan cambios estructurales en las dinámicas de actividad. En particular, la literatura económica a escala internacional suele encontrar que la capacidad de este tipo de esquemas para salvaguardar los puestos de trabajo se ve reducida cuando la duración de la crisis se alarga⁴¹. Este hecho reflejaría que, al menos parcialmente, algunos ERTE pueden retrasar, más que evitar, el proceso de destrucción de empleo en ciertos casos en los que la reestructuración es inevitable. En todo caso, esta evidencia empírica debe interpretarse con la debida cautela, pues se centra en episodios de crisis de una naturaleza muy diferente a la actual. En particular, buena parte de los análisis existentes ponen su foco en el período recesivo que España y otros países europeos sufrieron a partir de 2008, en el que el ajuste del empleo en determinados sectores es inevitable, pues estos se encuentran sobredimensionados tras una larga fase expansiva previa. En cambio, en el episodio actual, el riesgo de destrucción futura del empleo estaría más relacionado con los potenciales efectos persistentes de la crisis sobre determinados sectores de actividad que se puedan ver más afectados por las medidas de mitigación de la enfermedad que con desequilibrios estructurales previos.

Si un número importante de trabajadores pierde su empleo de manera relativamente prolongada, el capital humano y el potencial de crecimiento de la economía en el medio plazo se verán negativamente afectados. En este sentido, no parece sencillo que aquellos trabajadores, fijos o temporales, que han perdido su empleo en alguno de los sectores más afectados por esta crisis puedan recolocarse rápidamente en otros sectores cuya actividad pueda mostrar un mayor dinamismo en los próximos trimestres. En particular, se ha documentado que la movilidad potencial de los empleados más perjudicados por la crisis es en general escasa, especialmente en la hostelería y el comercio, debido en parte a la limitada intensidad de uso en estos sectores de las tareas asociadas a las tecnologías de la información y las comunicaciones, la escritura, la lectura y las habilidades numéricas⁴². Sobre la base de esta evidencia, podría ser conveniente que, para no retrasar esta posible reasignación de trabajadores en el mercado laboral, la respuesta de política económica a la crisis actual favoreciese la formación de aquellos afectados por ERTE y, en algunos casos y bajo determinadas condiciones, permitiese compaginar esa situación con la posibilidad trabajar en otros sectores o empresas. A este respecto, cabe mencionar que, tras la crisis de 2008, los efectos negativos sobre la empleabilidad de los trabajadores de la construcción fueron muy significativos, de forma que, en 2013, más de la mitad de aquellos que habían tenido un empleo en este sector permanecían desocupados y solo un 23 % había conseguido un empleo en otra rama

41 Para evidencia relativa a España, véase Arranz *et al.* (2018). Para evidencia relativa a Alemania, véase Boeri *et al.* (2011).

42 Véase Anghel *et al.* (2020).

de actividad. En ese período, la probabilidad de encontrar un empleo en otro sector era especialmente reducida para los trabajadores de mayor edad, con mayor experiencia en la empresa, y con menor nivel de cualificación⁴³.

También existe una considerable incertidumbre respecto de los daños persistentes que esta crisis pueda causar sobre el tejido empresarial español.

La fuerte contracción de la actividad en algunos sectores durante los últimos meses ha generado un acusado aumento de las necesidades de liquidez de las empresas y los autónomos. El descenso de las ventas ha hecho que muchos de ellos no cuenten con ingresos suficientes para hacer frente a los pagos asociados, por ejemplo, a los suministros, los alquileres o los costes de personal (a pesar de las medidas aprobadas por el Gobierno, que han contribuido a reducir algunos de estos gastos en el corto plazo y a retrasar el pago de otros, como los impuestos o los alquileres). En este sentido, las estimaciones realizadas por el Banco de España apuntan a que una proporción significativa de las empresas no financieras españolas presentaría necesidades de liquidez para hacer frente a estos pagos, así como a la amortización de sus deudas financieras, en los tres últimos trimestres del año⁴⁴.

Una parte de las necesidades de liquidez que presentan las empresas se podría cubrir a través del recurso a los activos líquidos con los que cuentan y al importe no dispuesto de sus líneas de crédito. Las empresas, en especial las de menor dimensión, han ido acumulando un volumen creciente de activos líquidos desde la crisis iniciada en 2008, de modo que afrontan la crisis actual con una ratio de liquidez históricamente elevada. Además, algunas compañías (especialmente, las de mayor dimensión) cuentan con líneas de crédito abiertas con entidades financieras. De hecho, la información de los balances bancarios disponible hasta abril de 2020 evidencia que, a finales del primer trimestre, estas empresas aumentaron significativamente la disposición de dichas líneas de crédito.

El grueso de las necesidades de liquidez de las empresas y los autónomos tendrá que cubrirse a través del recurso a los mercados o los intermediarios financieros. Dado que solo las compañías de una cierta dimensión tienen acceso a los mercados de capitales y que el recurso a esta vía es complejo en momentos de tensiones financieras, cabría esperar que la mayor parte de los fondos se canalizara a través de las entidades bancarias. En este sentido, la financiación bancaria de las necesidades de liquidez de las empresas y los autónomos debería verse facilitada por la existencia de estrechas relaciones previas entre los bancos y sus clientes. Estas relaciones permiten a las entidades obtener información, incluyendo importantes elementos cualitativos, de la situación financiera de sus clientes, lo que facilita la identificación de aquellos prestatarios que afrontan necesidades de liquidez en el corto plazo, pero que presentan una posición solvente a medio plazo.

43 Véase Banco de España (2015).

44 Para más detalles, véase Blanco *et al.* (2020).

Adicionalmente, las medidas adoptadas por las autoridades económicas también facilitarán la financiación bancaria al sector privado. Las medidas de apoyo a la liquidez del Eurosistema contribuyen a que las entidades bancarias cuenten con los recursos necesarios para financiar este tipo de operaciones. Además, algunas de estas medidas, como, en particular, las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-III, por sus siglas en inglés), contienen incentivos explícitos para que las entidades financieras mantengan la concesión de crédito⁴⁵ (véase epígrafe 3.4.2). A escala nacional, el programa de avales aprobado por el Gobierno también contribuirá a estimular la concesión de financiación al sector privado, al reducir la posible reticencia de las entidades bancarias a asumir nuevos riesgos, en un contexto de elevada incertidumbre. En esta dirección apuntan los datos relativos a las nuevas operaciones de crédito concedido a las actividades productivas en marzo y abril (véase recuadro 4.3), así como la información más reciente referida al volumen de crédito concedido a las empresas no financieras residentes, que volvió a mostrar un nuevo repunte en tasa interanual en mayo, después de la intensa aceleración que ya se apreció en abril. Con los datos publicados hasta el 14 de junio, el importe de avales solicitados asciende a casi 52,8 mm de euros, que han permitido movilizar recursos a través de nuevos préstamos y otras modalidades de financiación de algo más de 69 mm de euros, de los cuales casi 48,8 mm de euros se han destinado a las pymes y a los autónomos. Asimismo, hasta el 16 de junio las entidades de crédito habían concedido, a hogares y a empresarios individuales en situación de vulnerabilidad, más de un millón de moratorias sobre deudas hipotecarias y contratos de crédito sin garantía hipotecaria, que representaban un saldo vivo de crédito de más de 37,7 mm de euros.

Por su parte, el BCE y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea han adoptado medidas para facilitar la utilización de un volumen significativo de colchones de capital para absorber posibles pérdidas y favorecer, por tanto, que los bancos mantengan su provisión de crédito. El Banco de España ha asumido la decisión del BCE y la ha extendido a todas las entidades financieras que supervisa directamente. El tamaño conjunto de todos estos colchones, que incluyen el voluntario, el contracíclico, los sistémicos, el de conservación y los vinculados a las recomendaciones de Pilar 2 (P2G), se situaba en el 6 % de los activos ponderados por riesgo para el sistema bancario español al cierre de 2019 (véase gráfico 4.11)⁴⁶. Se estima que la utilización de estos colchones permitiría absorber alrededor de 8,2 pp de incremento de la ratio de morosidad, aunque existe una cierta heterogeneidad entre entidades, dado que no todas presentan el mismo margen para dotar provisiones por deterioro. En cualquier caso, las moratorias de préstamos

45 En particular, el coste de estas operaciones es más reducido si el saldo de crédito de la entidad aumenta durante el período de referencia.

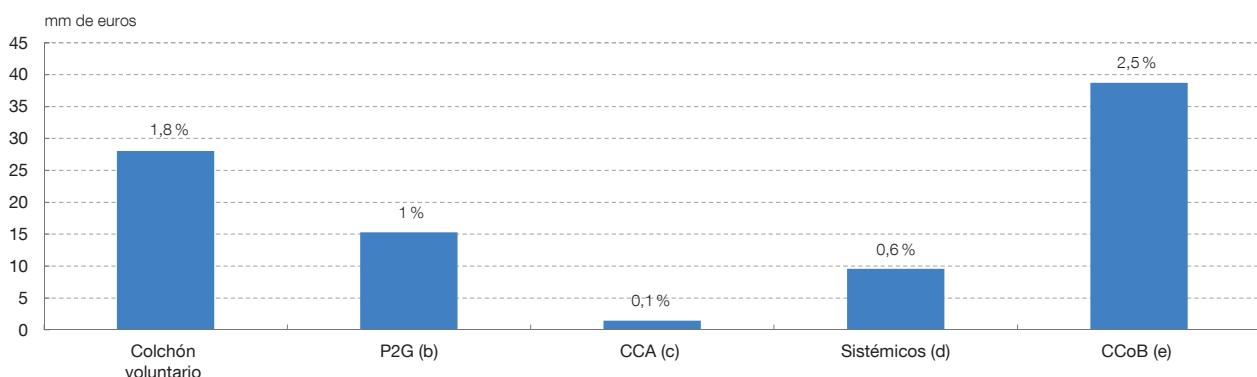
46 Bajo las guías supervisoras actuales del BCE y de las autoridades nacionales, los colchones voluntario, contracíclico, sistémicos y de conservación, así como el capital vinculado a P2G, pueden ser liberados para la absorción de pérdidas, mientras que los requerimientos de P2R se mantienen, si bien se relajan las normas sobre su composición, con un menor peso requerido de capital CET1. La flexibilización de la norma de composición del P2R proporcionaría una mínima liberación adicional de CET1 en entidades significativas que no se considera en este análisis.

Gráfico 4.11

VOLUMEN Y PESO RELATIVO DE LOS COLCHONES SOBRE ACTIVOS PONDERADOS POR RIESGO (APR) (a)

Diciembre de 2019

El colchón de conservación de capital es, con diferencia, el más relevante, mientras que el anticíclico representa un porcentaje mínimo sobre el APR. La liberación conjunta de estos colchones, permitida por la respuesta prudencial a la crisis, podría cubrir un volumen significativo, en relación con los APR, de pérdidas por deterioro de los balances de las entidades bancarias.



FUENTE: Banco de España.

a Encima de cada barra aparece el porcentaje que cada colchón representa sobre los activos ponderados por riesgo totales.

b P2G se refiere a las recomendaciones de capital de Pilar 2.

c Esta partida incluye el colchón de capital anticíclico.

d Esta partida incluye tanto el colchón para entidades sistémicas de importancia mundial como el colchón de otras entidades sistémicas.

e Esta partida incluye el colchón de conservación de capital.



y el programa de avales para préstamos a empresas y autónomos aprobados por el Gobierno aumentarán adicionalmente la capacidad de soportar pérdidas sin que las entidades se vean obligadas a reducir sus activos para cumplir con los requisitos de capital⁴⁷. Todo ello contribuirá a sostener el flujo de crédito, lo que reduce los riesgos de que se produzca una amplificación de los efectos de la perturbación asociada a la epidemia a través del canal financiero⁴⁸.

En todo caso, a pesar de este amplio abanico de medidas, un número muy significativo de empresas ya se han dado de baja en los registros de la Seguridad Social⁴⁹. En efecto, el número de empresas dadas de alta en la Seguridad

47 Los créditos avalados tienen una ponderación por riesgo del 0%, que es la correspondiente al riesgo del soberano de España, de modo que el aumento de estos préstamos en el balance no consume recursos propios.

48 La experiencia histórica sugiere que la utilización de colchones de capital durante períodos de crisis puede tener un efecto significativo en el sostenimiento del flujo de crédito. En esta dirección apunta, en particular, la evidencia relativa a las provisiones dinámicas en vigor en España desde 2000 hasta 2006, y a su liberación durante la crisis financiera de 2008. Aunque las antiguas provisiones dinámicas no son completamente comparables a los colchones de capital y estaban sujetas a marcos normativos distintos, sí representan un mecanismo de acumulación y liberación de recursos lo suficientemente análogo como para informar de los efectos del uso de estos colchones.

49 Conviene resaltar que las bajas producidas en esta estadística no implican, necesariamente, el cierre o la desaparición definitiva de las empresas. La baja en esta estadística se produce cuando una empresa deja de tener un número positivo de trabajadores en situación de alta en un determinado mes. En este sentido, no es descartable que una empresa pueda retomar su actividad después de un período en estado de baja. No

Social se ha reducido muy sensiblemente desde el inicio de la crisis, con una disminución de casi 108.000 empresas entre finales de febrero y finales de mayo, lo que supone un descenso del 9,2 %, en tasa interanual, en mayo (véase gráfico 4.12.1). Esta caída estaría estrechamente relacionada con la intensidad del ajuste que se ha observado en el empleo, tanto por provincias como por ramas de actividad (véanse gráficos 4.12.2 y 4.12.3). Existe una elevada incertidumbre acerca de la medida en que estas dinámicas se podrán revertir o intensificar en los próximos trimestres y de su eventual impacto en el potencial de crecimiento de la economía en el medio plazo. En todo caso, la evidencia disponible de episodios de crisis anteriores, que debe interpretarse con cautela al referirse a fases recesivas muy diferentes de la actual, sugiere que hay un riesgo apreciable de que la disminución en el número de empresas registrada en los últimos meses pueda acabar causando un deterioro permanente del tejido productivo español. En particular, en el pasado, se ha observado una correlación relativamente elevada entre el aumento de las bajas de empresas en la Seguridad Social y el incremento del número de empresas en concurso de acreedores (véase gráfico 4.12.4), y, también, entre el aumento de las bajas en la estadística de la Seguridad Social y el número de empresas activas en el Directorio Central de Empresas (DIRCE).

Esta evidencia apunta a la necesidad de fomentar un funcionamiento ágil y eficaz del procedimiento concursal español. En el caso concreto de la regulación de los concursos de acreedores y las insolvencias, pese a algunas reformas parciales aprobadas en los últimos años, España presenta un sistema más ineficiente que el de otros países de nuestro entorno⁵⁰. Resultaría conveniente, por tanto, abordar una adecuada transposición de la normativa incluida en la directiva europea sobre reestructuración e insolvencia⁵¹, que permitiera establecer procedimientos administrativos ágiles y simplificados para que las empresas deudoras con dificultades financieras tengan acceso a un marco de reestructuración preventiva que les permita continuar con su actividad empresarial cuando aún son viables y aumentar de este modo la eficiencia de los procedimientos de reestructuración, insolvencia y alivio de la carga financiera. Esta reforma resulta particularmente importante en un contexto como el actual, en el que es previsible un aumento de los procesos de insolvencia personal y empresarial en los próximos trimestres. 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 una coyuntura en la que la respuesta de política económica a corto plazo hace que muy previsiblemente la cantidad de pasivos que las empresas en dificultades tengan frente a las Administraciones Públicas sea muy superior a la de períodos anteriores de crisis. Establecer unos

obstante, en la medida en que esta situación se prolongue en el tiempo, se hace más probable que una empresa que ya no tiene ningún trabajador en alta acabe cerrando de forma definitiva. La evidencia empírica que se presenta a continuación apunta en esta dirección.

50 Véase [Indicators of Product Market Regulation](#).

51 Véase García-Posada y Vegas (2018).

Gráfico 4.12

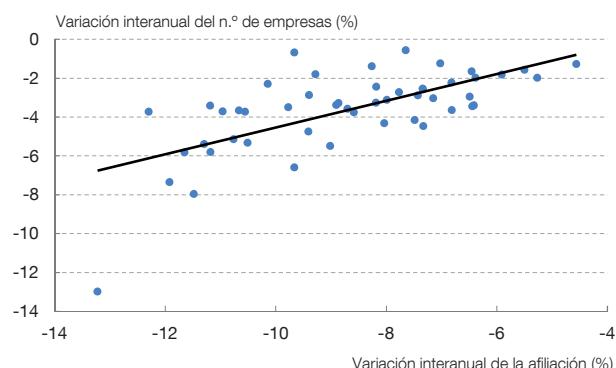
UN NÚMERO MUY SIGNIFICATIVO DE EMPRESAS YA SE HA DADO DE BAJA EN LOS REGISTROS DE LA SEGURIDAD SOCIAL

El número de empresas dadas de alta en la Seguridad Social se ha reducido muy sensiblemente desde el inicio de la crisis. Esta caída estaría estrechamente relacionada con la intensidad del ajuste que se ha observado en el empleo, tanto por provincias como por ramas de actividad. En el pasado se ha observado una correlación relativamente elevada entre el aumento de las bajas de empresas en la Seguridad Social y el aumento del número de empresas en concurso de acreedores.

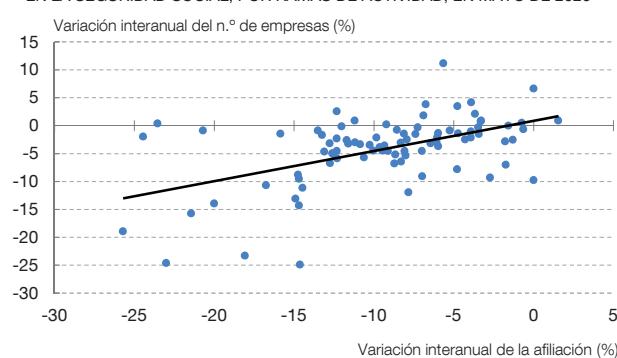
1 EMPRESAS INSCRITAS EN LA SEGURIDAD SOCIAL



2 VARIACIÓN DE LA AFILIACIÓN Y DE LAS EMPRESAS INSCRITAS EN LA SEGURIDAD SOCIAL POR PROVINCIAS EN MAYO DE 2020



3 VARIACIÓN DE LA AFILIACIÓN Y DE LAS EMPRESAS INSCRITAS EN LA SEGURIDAD SOCIAL, POR RAMAS DE ACTIVIDAD, EN MAYO DE 2020



4 EMPRESAS EN CONCURSO DE ACREDORES Y EMPRESAS INSCRITAS EN LA SEGURIDAD SOCIAL



FUENTES: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, e Instituto Nacional de Estadística.



procedimientos e incentivos más adecuados permitirían también evitar niveles excesivamente altos de liquidación de empresas y de destrucción de tejido productivo que lastren el potencial de recuperación y crecimiento a largo plazo de la economía.

Una tercera fuente de incertidumbre que condiciona las perspectivas de crecimiento de la economía española en el medio plazo tiene que ver con la evolución de los mercados financieros en los próximos trimestres. De cara al futuro, uno de los posibles riesgos de naturaleza financiera es que, fruto de un cambio en el sentimiento inversor de los mercados, se produzcan aumentos en el coste de financiación de los emisores residentes, tanto públicos como privados,

que acaben dando lugar a un endurecimiento de las condiciones de financiación para las empresas y los hogares. En todo caso, en esta ocasión, a diferencia de los episodios acaecidos durante la crisis de deuda soberana europea en el período 2010-2012, la probabilidad de que se materialice este riesgo, y su incidencia, se vería mitigada tanto por los programas de compra de activos (APP y PEPP) y las medidas extraordinarias para facilitar la financiación bancaria puestas en marcha por el BCE como por el programa de avales públicos desplegado por el Gobierno para favorecer el crédito bancario a las actividades productivas.

Otro riesgo de naturaleza financiera es el vinculado con la posibilidad de que se produzcan recortes significativos en las calificaciones crediticias otorgadas por las agencias especializadas a los valores emitidos por las empresas financieras y no financieras. Estas acciones podrían desencadenarse si, por ejemplo, las perspectivas macroeconómicas empeoraran más de lo previsto. Un buen número de empresas financieras y no financieras españolas emisoras de valores podrían verse especialmente afectadas por esta perturbación, ya que una proporción elevada de sus valores emitidos cuenta, actualmente, con unas calificaciones situadas en la parte baja del denominado «grado de inversión» (véase gráfico 4.13.1). Un recorte que las situara por debajo de esa categoría (en la zona denominada de «rendimiento elevado») se traduciría probablemente en un deterioro potencialmente considerable de sus condiciones de financiación en los mercados mayoristas (véanse gráficos 4.13.2 y 4.13.3)⁵².

A estas fuentes de incertidumbre se añade la ausencia de perspectivas claras sobre un acuerdo comercial entre el Reino Unido y la UE, una vez que termine el actual período transitorio acordado por ambas administraciones en el marco de las negociaciones sobre el *brexit*, el 31 de diciembre 2020 (véase epígrafe 2.3). A escala agregada, la exposición de la economía española a la británica es relativamente similar a la del promedio de la UEM. Sin embargo, en el ámbito de los servicios, tanto turísticos como no turísticos, la exposición española supera a la de los principales socios del área del euro⁵³. La vulnerabilidad de las empresas exportadoras españolas con más presencia en el Reino Unido podría verse amortiguada, no obstante, por el mayor nivel de productividad y el elevado grado de diversificación geográfica que presentan en relación con el promedio de compañías españolas sin presencia comercial en ese país⁵⁴. En cualquier caso, un marco de

52 Como ilustra el gráfico 4.13.2, el coste de las emisiones con una calificación crediticia por debajo de BBB (la peor dentro del grado de inversión) se eleva significativamente en relación con aquellas que tienen una calificación mejor durante los episodios de tensión financiera. En la misma línea, el gráfico 4.13.3 muestra que el mercado de emisiones de valores de renta fija con calificación por debajo del grado de inversión ha estado prácticamente cerrado desde la propagación de la pandemia de Covid-19 a Europa a finales de febrero.

53 Para más detalle sobre la exposición de la economía española al *brexit*, véanse Vega (2019) y la página web del Banco de España específicamente dedicada a este asunto.

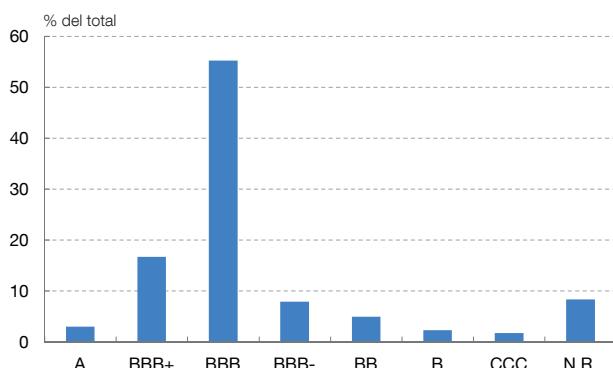
54 Véase Gutiérrez-Chacón y Martín-Machuca (2020).

Gráfico 4.13

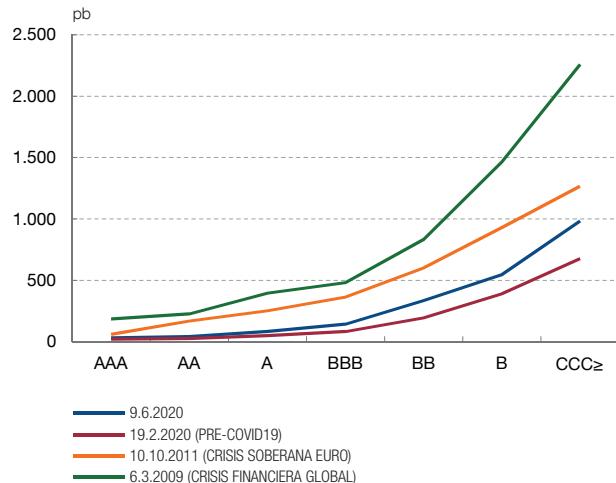
ALGUNOS RIESGOS DE NATURALEZA FINANCIERA CONDICIONARÁN LAS PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN LOS PRÓXIMOS TRIMESTRES

Las empresas españolas emisoras de valores de renta fija están muy expuestas a una posible rebaja en las calificaciones crediticias, ya que una parte elevada de sus emisiones están calificadas en la parte baja del denominado «grado de inversión». En episodios de tensión financiera, el coste de las emisiones con una calificación crediticia por debajo de BBB se incrementa significativamente, lo que dificulta nuevas colocaciones.

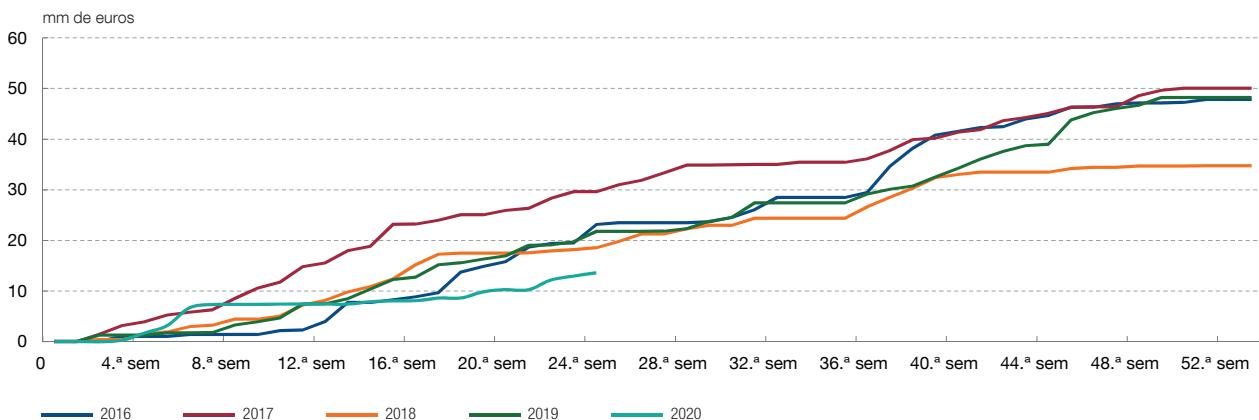
1 DISTRIBUCIÓN DE LA DEUDA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS POR RATING



2 DIFERENCIALES DE LAS PRIMAS DE RIESGO DE CRÉDITO CORPORATIVO EN LA UEM



3 EMISIÓNES ACUMULADAS DE BONOS DE ALTO RENDIMIENTO EN LA UEM



FUENTES: Thomson Reuters Datastream, Dealogic y Banco de España.



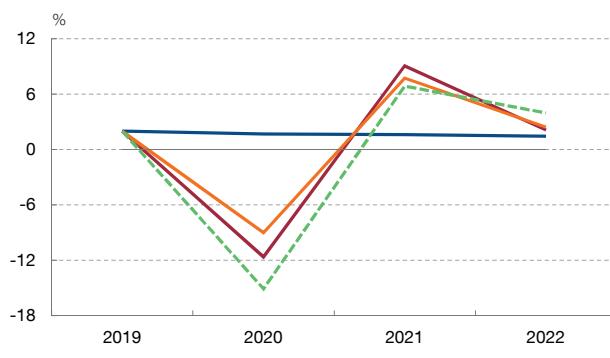
futuras relaciones comerciales sin acuerdo entre el Reino Unido y la UE, sujeto, por tanto, a los aranceles de la OMC desde el 1 de enero de 2021, sería una fuente adicional de incertidumbre que afectaría negativamente a nuestra economía. Por ello, resulta altamente deseable que se alcance un acuerdo comercial entre las partes, aunque sea de mínimos, y, por tanto, susceptible de revisiones y ampliaciones posteriores, antes de que finalice este año.

Gráfico 4.14

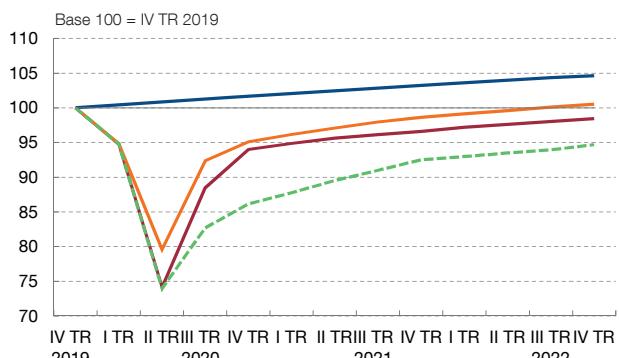
SE PREVÉ UNA CONTRACCIÓN MUY ACUSADA DEL PIB DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN 2020

En los tres escenarios que se contemplan en el último ejercicio de proyecciones publicado por el Banco de España, el PIB de la economía española se contraería de manera muy acusada en 2020, en un rango que oscilaría entre un 9 % (escenario de recuperación temprana) y un 15,1 % (escenario de recuperación muy lenta). La recuperación económica posterior solo permitiría retornar a niveles de actividad próximos a los previos a la crisis a finales de 2022.

1 PIB REAL. TASAS DE VARIACIÓN



2 PIB REAL. NIVEL



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.



4.4.3 Escenarios macroeconómicos para el medio plazo

En este contexto sanitario y macrofinanciero tan incierto, las últimas proyecciones del Banco de España⁵⁵, publicadas el 8 de junio, contemplan tres escenarios que incorporan diferentes supuestos sobre el ritmo al que se puede recuperar una cierta normalidad, tanto desde el punto de vista sanitario como económico. En el escenario denominado «de recuperación temprana» se asume que la mejoría de la actividad observada desde el tramo final del segundo trimestre prosigue con posterioridad, sin que se registren nuevos obstáculos de naturaleza sanitaria, económica o financiera de envergadura. En cambio, en el escenario denominado «de recuperación gradual», no se descarta la aparición de nuevos brotes de la epidemia en el futuro, aunque se asume que estos serían de menor virulencia que el registrado que en los últimos meses y, por lo tanto, tendrían un menor coste económico. Asimismo, este escenario supone un daño sobre el tejido productivo algo más persistente que en el escenario de recuperación temprana. Este deterioro estaría concentrado en los sectores más

⁵⁵ Véase Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2020-2022): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosystema de junio de 2020. Estas proyecciones forman parte del ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosystema de junio de 2020 (véase Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosystema para la zona del euro de junio de 2020).

Cuadro 4.1

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

Tasas de variación anual	Proyecciones de junio de 2020										
	2019	Recuperación temprana			Recuperación gradual			Escenario de riesgo			
		2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	
PIB	2,0	-9,0	7,7	2,4	-11,6	9,1	2,1	-15,1	6,9	4,0	
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	0,8	-0,1	1,3	1,6	-0,2	1,2	1,5	-0,3	0,9	1,2	
Índice armonizado de precios de consumo, sin energía ni alimentos	1,1	0,9	1,1	1,3	0,8	1,0	1,1	0,6	0,5	0,7	
Tasa de paro (% de la población activa) (b)	14,1	18,1	18,4	17,1	19,6	18,8	17,4	23,6	24,7	22,2	
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-2,8	-9,5	-5,8	-4,8	-11,2	-6,8	-6,1	-14,0	-10,5	-8,7	
Deuda de las AAPP (% del PIB)	95,5	114,5	111,7	112,5	119,3	115,9	118,7	126,7	129,0	131,8	

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

NOTA: Último dato publicado de la CNTR: primer trimestre de 2020.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 25 de mayo de 2020.

b Media anual.

expuestos a la interacción social, donde la recuperación plena de los niveles de actividad anteriores a la crisis se producirá con cierto retraso. Por último, se contempla un escenario «de riesgo de recuperación muy lenta», que incorpora la posibilidad de una evolución epidemiológica más adversa en los próximos meses, con repuntes sustanciales en el número de nuevas infecciones que requerirían confinamientos estrictos adicionales, con el consiguiente impacto económico adverso. Este escenario toma en cuenta, además, la presencia de canales financieros que amplifican la perturbación real y provocan que sus efectos tengan un grado de persistencia notablemente mayor que el considerado en los otros dos escenarios.

En estos tres escenarios se prevé una contracción muy acusada del PIB de la economía española en 2020, seguida de un repunte sustancial en 2021 (véase gráfico 4.14.1 y cuadro 4.1). En el escenario de recuperación temprana, el PIB se contraería este año a una tasa del 9 %, que se vería incrementada hasta el 11,6 % en el escenario de recuperación gradual. En el hipotético caso de que se llegase a materializar el escenario de riesgo de recuperación muy lenta, la recesión este año podría ser notablemente más profunda, con una caída en el entorno del 15 % del PIB. La recuperación económica posterior, que en los escenarios más favorables sería compatible con crecimientos intertrimestrales relativamente elevados en la segunda mitad de este año, se traduciría en tasas de crecimiento de entre un 6,9 % y un 9,1 % en 2021, y algo más moderadas en 2022. No obstante, esta recuperación solo permitiría retornar a niveles de actividad próximos a los previos a la crisis hacia finales de 2022 (véase gráfico 4.14.2). En concreto, al final del período de proyección,

el nivel del PIB se situaría unos 0,5 pp por encima de la cota previa a la crisis en el escenario de recuperación temprana, mientras que sería todavía inferior, en 1,6 pp y en 4,7 pp, en los escenarios de recuperación gradual y de riesgo de recuperación muy lenta, respectivamente.

Más allá del impacto de la crisis sobre el PIB, estas proyecciones también apuntan a un aumento muy notable y persistente de la deuda y del déficit público, así como de la tasa de paro (véase cuadro 4.1). En concreto, la tasa de paro se incrementaría con intensidad este año, hasta el 18,1 % de la población activa en el escenario de recuperación temprana y hasta el 19,6 % en el de recuperación gradual, y aún permanecería por encima del 17 % en 2022 en ambos escenarios. En el escenario de riesgo de recuperación muy lenta, el ascenso de la tasa de desempleo sería notablemente mayor y más duradero. Por su parte, el déficit de las AAPP se elevaría de forma muy significativa en el año en curso, hasta el 9,5 % en el escenario de recuperación temprana, el 11,2 % en el de recuperación gradual y el 14 % en el escenario de riesgo. El rebote de la actividad económica en 2021 y 2022, junto con el desvanecimiento del impacto de las medidas de carácter transitorio adoptadas en respuesta a la pandemia, daría lugar a una disminución del déficit en estos años, pero este aún se situaría entre el 4,8 % (recuperación temprana) y el 8,7 % (recuperación muy lenta) en 2022. Del mismo modo, la ratio de deuda pública sobre el PIB aumentaría aproximadamente entre 20 pp y 30 pp en 2020, hasta situarse entre el 115 % y el 125 %, aproximadamente, en los tres escenarios considerados, y se mantendría en niveles muy elevados en los dos años siguientes.

BIBLIOGRAFÍA

- Acemoglu, D., U. Akcigit y W. Kerr (2016). «*Networks and the Macroeconomy: An Empirical Exploration*», *NBER Macroeconomics Annual 2015*, vol. 30, National Bureau of Economic Research.
- Alvargonzález, M. P., M. Pidkuyko y E. Villanueva (2020). «La situación financiera de los trabajadores más afectados por la pandemia: un análisis a partir de la Encuesta Financiera de las Familias», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, Banco de España, de próxima publicación.
- Anghel, B., A. Lacuesta y A. Regil (2020). «*Transferibilidad de habilidades de los trabajadores en los sectores potencialmente afectados tras el Covid-19*», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020. Banco de España.
- Arce, Ó., E. Prades y A. Urtasun (2013). «*La evolución del ahorro y del consumo de los hogares españoles durante la crisis*», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España.
- Arranz, J. M., C. García-Serrano y V. Hernanz (2018). «*Short-time work and employment stability: Evidence from a policy change*», *British Journal of Industrial Relations*, 56 (1), pp. 189-222.
- Banco de España (2020a). «*Informe trimestral de la economía española*», *Boletín Económico*, 2/2020.
- (2020b). «Encuesta empresarial sobre el impacto de la crisis del Covid-19», recuadro 1, «*Escenarios macroeconómicos de referencia para la economía española tras el Covid-19*», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020.
- (2020c). «*La evolución de la economía española antes de la propagación de la epidemia de Covid-19*», recuadro 1, *Boletín Económico*, 1/2020.
- (2020d). *El mercado de la vivienda en España entre 2014 y 2019*, Documentos Ocasionales, n.º 2013.
- (2018). «*El dinamismo de la inversión en la recuperación: determinantes y retos*», capítulo 3, *Informe Anual 2017*.
- (2017a). «*El proceso de ajuste de la balanza por cuenta corriente*», capítulo 3, *Informe Anual 2016*.
- (2017b). *Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 2008-2014*, mayo.
- (2015). «*Reasignación sectorial de los desempleados procedentes del sector de la construcción*», recuadro 3.2, capítulo 3, *Informe Anual 2014*.
- Bartik, A. W., M. Bertrand, Z. B. Cullen, E. L. Glaeser, M. Luca y C. T. Stanton (2020). *How are small businesses adjusting to Covid-19? Early evidence from a survey*, Working paper series, n.º 26989, NBER.
- BBVA Research (2020). *Impacto de la COVID-19 sobre el consumo en España en tiempo real y alta definición. Semana del 25 al 31 de mayo*.
- Blanco, R., 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, Banco de España, de próxima publicación.
- Bodenstein, M., G. Corsetti y L. Guerrieri (2020). *Social distancing and supply disruptions in a pandemic*, Working Papers in Economics, n.º 2031, University of Cambridge, mayo.
- Boeri, T., H. Bruecker, N. Fuchs-Schündlein y T. Mayer (2011). «*Short-time work benefits revisited: some lessons from the Great Recession*», *Economic Policy*, vol. 26, n.º 68, pp. 697-765.
- Carvalho, V. M., J. R. García, S. Hansen, A. Ortiz, T. Rodrigo, J. V. Rodríguez Mora y P. Ruiz (2020). *Tracking the Covid-19 Crisis with High-Resolution Transaction Data*, Documentos de Trabajo, n.º 20/06, BBVA.
- Cuadrado, P., E. Moral-Benito e I. Solera (2020). «*A sectoral anatomy of the Spanish productivity puzzle*», Documentos Ocasionales, n.º 2006, Banco de España.
- Farboodi, M., G. Jarosch y R. Shimer (2020). *Internal and external effects of social distancing in a pandemic*, Working Paper, n.º 2020-47, Becker Friedman Institute, University of Chicago.
- García-Montalvo, J. (2013). «*The Spanish housing market: Is the adjustment over?*», *Spanish Economic and Financial Outlook*, 2(5), pp. 15-26, FUNCAS.
- García-Posada, M., y R. Vegas (2018). «*Bankruptcy reforms in the midst of the Great Recession: The Spanish experience*», *International Review of Law and Economics*, vol. 55, pp. 71-95.

- Ghirelli, C., J. J. Pérez y A. Urtasun (2019). *A new economic policy uncertainty index for Spain*, Documentos de Trabajo, n.º 1906, Banco de España.
- Gutiérrez-Chacón, E., y C. Martín-Machuca (2020). «Las empresas exportadoras de bienes: rasgos estilizados y evolución reciente por comunidades autónomas», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, Banco de España, de próxima publicación.
- Izquierdo, M., E. Moral-Benito y E. Prades (2019). *Propagation of sector-specific shocks within Spain and other countries*, Documentos de Trabajo, n.º 1928, Banco de España.
- Jiménez, G., E. Moral-Benito y R. Vegas (2018). *Bank lending standards over the cycle: the role of firms' productivity and credit risk*, Documentos de Trabajo, n.º 1811, Banco de España.
- Koren, M., y R. Peto (2020). *Business disruptions from social distancing*, Cornell University.
- Leiva-León, D., G. Pérez-Quirós y E. Rots (2020). *Real-Time weakness of the global economy: A first assessment of the Covid-19 crisis*, Documentos de Trabajo, n.º 2015, Banco de España.
- Malmendier, U., y L. Sheng Shen (2019). *Scarred Consumption*, International Finance Discussion Papers, n.º 1259.
- Martínez-Matute, M., y A. Urtasun (2017). «La recuperación del consumo privado en España por tipo de producto y hogar», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2017, Banco de España.
- Orea, L., e I. Álvarez (2020). *How effective has the Spanish lockdown been to battle Covid-19? A spatial analysis of the Covid-19 propagation across provinces*, Documentos de Trabajo, n.º 2020/03, FEDEA.
- Paz-Pardo, G. (2020). *Home ownership and portfolio choice over the generations*, mimeo, University College of London.
- Pérez, T., y M. Izquierdo (2020). «La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2020, según la Encuesta de Población Activa», Notas Económicas, *Boletín Económico*, 2/2020, Banco de España.
- Prades-Illanes, E., y P. Tello-Casas (2020). «Heterogeneidad en el impacto económico del Covid-19 entre regiones y países de la UEM», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020, Banco de España.
- Vega, J. L. (coord.) (2019). *Brexit: balance de situación y perspectivas*, Documentos Ocasionales, n.º 1905, Banco de España.

EVOLUCIÓN RECENTE Y PERSPECTIVAS PARA EL SECTOR TURÍSTICO ESPAÑOL E IMPLICACIONES PARA EL CONJUNTO DE LA ECONOMÍA

Desde el estallido de la crisis sanitaria del Covid-19, la actividad en el sector turístico español se ha paralizado, como evidencian un amplio abanico de indicadores. Así, por ejemplo, las pernoctaciones en establecimientos hoteleros, que habían crecido un 2,9 % y un 6,8 % en enero y febrero, respectivamente, en tasa de variación interanual, cayeron más de un 60 % en marzo y fueron nulas en abril, una dinámica que fue común tanto en el caso de los viajeros residentes como en el de los no residentes (véase gráfico 1)¹. En la misma línea, las llegadas de turistas extranjeros y el gasto turístico no residente también descendieron de forma muy acusada en marzo y desaparecieron por completo en abril, lo que ha supuesto una ruptura abrupta de la dinámica que venían siguiendo estas variables en los meses precedentes (véase gráfico 2). En términos de empleo, el ajuste que se ha producido en el sector turístico nacional en los últimos meses ha sido igualmente intenso. Por ejemplo, a finales de mayo el 7,8 % de los empleados en la hostelería —una de las ramas de actividad más vinculadas al turismo— se habían visto afectados por la caída en la afiliación a la Seguridad Social observada desde el comienzo de crisis, y el 55 % del total estaban sujetos a ERTE. Además, con datos hasta finales de abril, el 15 % de los trabajadores del sector estaban recibiendo la prestación por cese de actividad.

En este recuadro se analizan, en primer lugar, las perspectivas para el sector turístico español en los próximos trimestres. Naturalmente, estas perspectivas están condicionadas por la evolución de la enfermedad, aspecto sobre el que existe una extraordinaria incertidumbre y que será clave para determinar el ritmo al que la actividad de este sector podría recuperar una cierta normalidad. En segundo lugar, en este recuadro se estudia en qué medida podría condicionar la evolución del sector turístico español en el medio plazo la propia recuperación del conjunto de la economía. Esta cuestión es particularmente relevante si se tiene en cuenta el peso relativamente elevado que supone el turismo en el PIB y el empleo de la economía española.

Mientras no se disponga de una vacuna o un tratamiento eficaz para el Covid-19 a gran escala, es previsible que la incertidumbre ante posibles rebrotes de la enfermedad siga influyendo negativamente en la actividad del sector. Por un lado, esta incertidumbre, junto con el deterioro de las rentas de los hogares y de las perspectivas macroeconómicas, supone un lastre evidente para la recuperación de la demanda turística nacional e internacional en el medio plazo. Por otro lado, con el objeto de minimizar el riesgo de un rebrote de la enfermedad, las ramas de ocio, hostelería, restauración y transporte aún siguen sometidas a importantes restricciones de aforo y deben adoptar distintas medidas de seguridad e higiene que condicionan el desempeño normal de su actividad.

Estos factores también podrían retrasar la recuperación de la actividad desde el punto de vista de la oferta. En particular, es probable que algunas de las restricciones que se mantienen en vigor limiten de forma significativa en el corto plazo la rentabilidad de muchas de las empresas vinculadas al turismo y su capacidad para retomar la actividad, después de haber sufrido considerables pérdidas de ingresos durante los meses en los que las medidas de contención de la epidemia han sido más estrictas y en un contexto de elevada incertidumbre sobre las perspectivas futuras de su negocio².

Los distintos escenarios que se contemplan en el propio sector turístico apuntan en la misma dirección. En líneas generales, todos ellos coinciden en señalar que, incluso en un contexto en el que no se produjeran nuevos rebrotes de la enfermedad y se pudiera continuar avanzando en los planes de desescalada establecidos por las autoridades de los distintos países, la actividad de esta industria se desplomaría en 2020 en torno al 60 %, tanto en España como a escala global, y mostrará una senda de recuperación muy gradual, de forma que, en estos momentos, parece poco factible que se alcancen los niveles de actividad previos a la crisis sanitaria antes del segundo semestre de 2021³.

1 Los datos de pernoctaciones hoteleras de febrero ya evidenciaban algunos efectos de la epidemia sobre la actividad del sector. En particular, las pernoctaciones de turistas residentes en China, el país más afectado inicialmente por la enfermedad, cayeron un 54 % entre enero y febrero. Además, coincidiendo con la cancelación del *Mobile World Congress* en Barcelona, en febrero, las pernoctaciones de viajeros extranjeros en Cataluña se comportaron considerablemente peor que en el promedio nacional y retrocedieron un 6 % interanual.

2 La vulnerabilidad del modelo de negocio o de la posición financiera de determinadas empresas claves en esta industria, como líneas áreas, turoperadores, hoteles u hostelería, se ha destacado, entre otros, en diversos informes de la Alianza por la Excelencia Turística (Exceltur), la Asociación de Transporte Aéreo Internacional (IATA) o la consultora Ernst and Young. Para el caso específico de la hostelería, véase, por ejemplo, Ernst and Young (2020), *Impacto de Covid-19 en hostelería en España*, abril.

3 Véanse, por ejemplo, UNWTO (2020), *Evaluación del impacto del brote de Covid-19 en el turismo internacional. Barómetro OMT del turismo mundial* (mayo), y Exceltur (2020), *Plan «Renacer del Turismo Español» 2020-2023* (junio).

Recuadro 4.1

EVOLUCIÓN RECENTE Y PERSPECTIVAS PARA EL SECTOR TURÍSTICO ESPAÑOL E IMPLICACIONES PARA EL CONJUNTO DE LA ECONOMÍA (cont.)

Gráfico 1
PERNOCTACIONES HOTELERAS

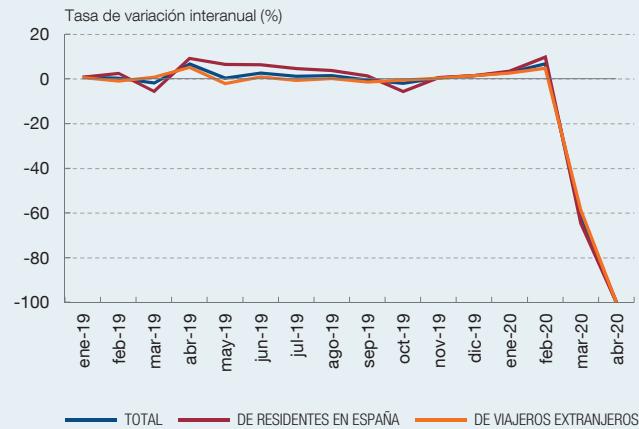


Gráfico 2
LLEGADAS DE TURISTAS EXTRANJEROS Y GASTO TURÍSTICO



Gráfico 3
LLEGADAS DE TURISTAS EXTRANJEROS Y GASTO TURÍSTICO POR MESES



Gráfico 4
EFECTO DE ARRASTRE ENTRE LOS PRINCIPALES SECTORES PROVEEDORES DE ACTIVIDADES TURÍSTICAS EN ESPAÑA

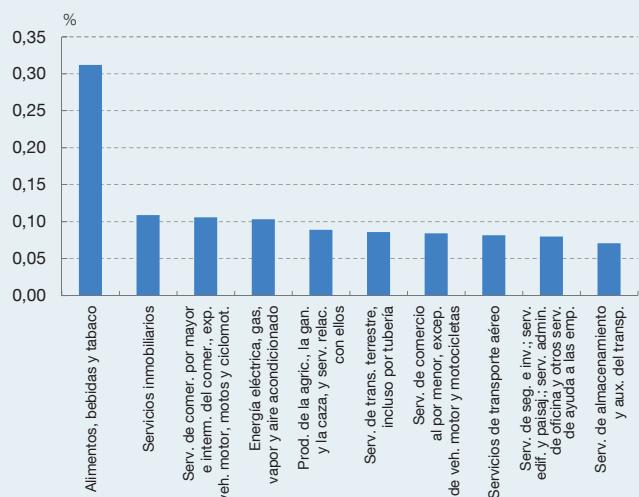


Gráfico 6
GASTO TURÍSTICO INTERIOR POR CCAA EN 2019

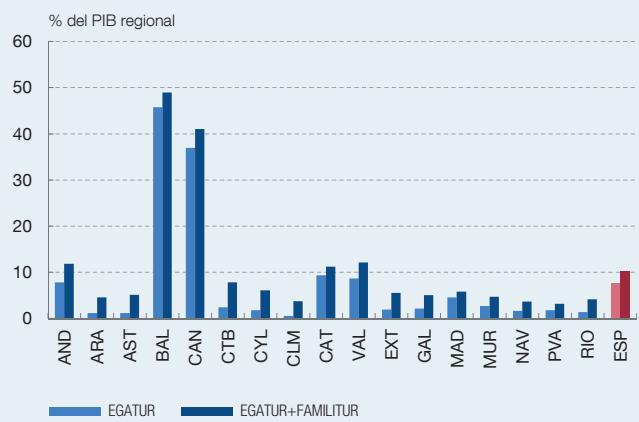


Gráfico 7
IMPACTO SOBRE EL PIB REGIONAL ANUAL DE UN DESCENSO DEL GASTO TURÍSTICO INTERIOR DEL 1 % DEL PIB EN ESPAÑA



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, AENA, Tabla *input-output* EUREGIO 2018 y Banco de España (a partir de búsquedas en Google).

EVOLUCIÓN RECENTE Y PERSPECTIVAS PARA EL SECTOR TURÍSTICO ESPAÑOL E IMPLICACIONES PARA EL CONJUNTO DE LA ECONOMÍA (cont.)

En todo caso, es previsible que la recuperación de la actividad turística se produzca a diferentes velocidades. En particular, cabría esperar que el turismo nacional se recupere antes que el turismo internacional y que una parte del gasto turístico que los residentes en España suelen realizar en el extranjero se reoriente hacia el mercado nacional⁴. No obstante, la capacidad de estos canales para mitigar la reducción más acusada y persistente que probablemente registrará el turismo internacional hacia España sería relativamente limitada. Así, por ejemplo, la información más reciente de la Cuenta Satélite del Turismo en España muestra que, en 2018, el turismo nacional únicamente representaba un 41 % del total de gasto turístico interior. Por su parte, según los datos de la Balanza de Pagos, el gasto turístico que realizaron los residentes en España en el extranjero en 2019 supuso solo el 33 % del realizado por los turistas no residentes en España, reflejo del abultado superávit turístico que la economía española ha venido registrando de manera persistente en las últimas décadas.

En cuanto al turismo internacional, algunas fuentes del sector apuntan a que parece probable que primero se recuperen los flujos de visitantes que provienen de países relativamente cercanos, algunos de los cuales podrían entrar en el país por carretera (sin necesidad de recurrir a medios de transporte compartidos para su desplazamiento), y de aquellos que tienen residencia propia en España o, de manera más general, que no requieren de alojamientos de mercado para su estancia. El cuadro 1 detalla, en función de estas dimensiones, la composición de los visitantes internacionales que llegaron a España en 2019, a partir de los datos proporcionados por la Estadística de Movimientos Turísticos en Fronteras (Frontur). Como se puede apreciar en el cuadro, la mayor parte de los visitantes internacionales que llegaron a España el año pasado eran turistas (un 66 %), mientras que el resto eran excursionistas, que no realizaron pernoctaciones. Entre los turistas, la mayoría llega en avión (más de un 80 %), viene por ocio o vacaciones (casi un 90 %), y se aloja en un establecimiento hotelero (alrededor de un 65 %). De acuerdo con la Encuesta de Gasto Turístico (Egatur), son precisamente estos perfiles

los que acometen el grueso del gasto que realizan los visitantes internacionales en España. En cambio, algunos de los flujos de visitantes que podrían mostrar una recuperación más dinámica en el corto y medio plazo presentan un peso relativamente menor en el total de la actividad del sector. Así, por ejemplo, en el conjunto de 2019, los excursionistas solo representaron el 5 % del gasto total, mientras que, cuando el foco se centra exclusivamente en los turistas, aquellos que accedieron por carretera o que residieron en un alojamiento de no mercado solo supusieron un 8 % y un 16 %, respectivamente, del gasto turístico total.

En términos de los mercados emisores, una parte muy significativa de los turistas internacionales que visitan España provienen de países relativamente cercanos, como Reino Unido (casi un 22 %), Alemania y Francia (en ambos casos, un 13 % del total de turistas). En conjunto, los británicos, alemanes y franceses son responsables de algo más del 40 % del gasto turístico total. No obstante, cabe resaltar que, en el marco de una creciente globalización de los flujos turísticos, en los últimos años estaba aumentando el peso del gasto turístico en España vinculado a turistas que provenían de países más lejanos (como los países nórdicos, Estados Unidos, Rusia o China, que, en conjunto, acumularon el 13 % de las entradas de turistas extranjeros en España en 2019), y que, en términos generales, realizan un gasto medio más elevado durante sus estancias en nuestro país. Existe un alto grado de incertidumbre sobre cómo se verán afectadas estas dinámicas en el medio plazo, evolución que dependerá, entre otros aspectos, de los desarrollos macroeconómicos y sanitarios que se produzcan tanto en los principales países emisores de turistas hacia España como en nuestros principales mercados competidores. En este sentido, existe una incertidumbre considerable no solo respecto al impacto diferencial de la pandemia en estos dos grupos de países, sino también sobre la influencia de estos efectos heterogéneos en el sector turístico español.

En España, el sector turístico supone un 12,3 % del PIB y un 12,7 % del empleo, de acuerdo con los últimos datos disponibles referidos a 2018. Por lo tanto, la intensidad

4 Algunos países de la UE han aprobado incentivos económicos para impulsar el turismo residente. Por su relevancia, sobresalen los casos de Italia y Francia. En Italia, el incentivo consiste en un bono vacacional de hasta 500 euros por familia para canjear en hoteles y albergues italianos este verano. Se beneficiarán de ello los hogares con ingresos que no superen los 40.000 euros anuales. Por su parte, Francia ofrecerá cheques turísticos a los franceses con menos recursos y a colectivos que han luchado en primera línea contra el coronavirus, como los sanitarios y los servicios de limpieza, transporte, distribución y alimentación.

EVOLUCIÓN RECENTE Y PERSPECTIVAS PARA EL SECTOR TURÍSTICO ESPAÑOL E IMPLICACIONES PARA EL CONJUNTO DE LA ECONOMÍA (cont.)

con la que este sector se recupere tendrá una influencia significativa en el ritmo de recuperación del conjunto de la economía. Además, en la medida en que la exposición sectorial y regional al turismo es muy heterogénea, el grado de dinamismo que muestre esta industria en los próximos trimestres también condicionará de forma notable las perspectivas económicas de determinadas ramas de actividad y regiones. Para ilustrar estos canales,

a continuación se presentan diferentes resultados obtenidos a partir de varios enfoques y modelos alternativos.

En primer lugar, el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE)⁵ permite ilustrar la relevancia del turismo internacional para el conjunto de la economía española. Así, las simulaciones realizadas con este modelo sugieren

Cuadro 1
VISITANTES EXTRANJEROS: TURISTAS Y EXCURSIONISTAS

	Características de los turistas extranjeros	
	2019	
	Millones de personas	%
Visitantes extranjeros	126,1	100,0
Turistas	83,7	66,4
1 noche	4,2	3,3
De 2 a 3 noches	15,5	12,3
De 4 a 7 noches	39,7	31,5
De 8 a 15 noches	18,9	15,0
Más de 15 noches	5,4	4,3
Excursionistas (0 noches)	42,4	33,6
Turistas por vía de acceso	100,0	
Aeropuerto	82,1	
Carretera	15,2	
Puerto	2,3	
Tren	0,4	
Turistas por tipo de alojamiento	100,0	
De mercado	81,6	
Hotelero	65,4	
Otros alojamientos no hoteleros de mercado	16,2	
Vivienda en alquiler	11,2	
Resto de mercado	5,0	
No de mercado	18,4	
Vivienda en propiedad	5,9	
Vivienda de familiares o amigos	11,3	
Resto de no mercado	1,2	
Turistas según país de residencia		100,0
Alemania		13,3
Bélgica		3,0
Francia		13,3
Irlanda		2,6
Italia		5,4
Países Bajos		4,4
Países nórdicos		6,6
Portugal		2,9
Reino Unido		21,6
Rusia		1,6
Suiza		2,2
Resto de Europa		7,7
Estados Unidos de América		4,0
Resto de América		4,5
Resto del mundo		6,8
Turistas por motivo del viaje		100,0
Ocio, recreo y vacaciones		87,4
Negocio, motivos profesionales		6,4
Otros motivos		6,2
Turistas por forma de organización del viaje		100,0
Sin paquete turístico		71,9
Con paquete turístico		28,1

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

5 El MTBE es un modelo macroeconómico de gran escala utilizado tanto en el proceso de elaboración de las previsiones de medio plazo de la economía española como para generar escenarios contrafactuales. El modelo está especificado como un gran conjunto de ecuaciones de mecanismo de corrección del error y, especialmente en el corto plazo, está determinado principalmente por los canales de demanda. Véase A. Arencibia, S. Hurtado, M. de Luis y E. Ortega (2017), *New Version of the Quarterly Model of Banco de España (MTBE)*, Documentos Ocasionales, n.º 1709, Banco de España.

EVOLUCIÓN RECENTE Y PERSPECTIVAS PARA EL SECTOR TURÍSTICO ESPAÑOL E IMPLICACIONES PARA EL CONJUNTO DE LA ECONOMÍA (cont.)

que, si los flujos turísticos internacionales (esto es, tanto las exportaciones como las importaciones de turismo) desaparecieran por completo en un mes «promedio», el PIB y las exportaciones anuales caerían un 0,4 % y un 1 %, respectivamente. No obstante, como puede apreciarse en el gráfico 3, el gasto de los turistas internacionales en España presenta una elevada estacionalidad. En este sentido, si el mes en el que los flujos turísticos internacionales desaparecerían fuera agosto, el retroceso del PIB y de las exportaciones anuales ascendería a un 0,6 % y un 1,6 %, respectivamente. Estas estimaciones ponen de manifiesto la extraordinaria importancia del momento preciso en que la actividad del sector pueda empezar a recuperar una cierta normalidad.

En segundo lugar, el análisis de las tablas *input-output* globales con desglose regional⁶ permite ilustrar las importantes diferencias que existen en la incidencia que el sector turístico tiene sobre la actividad de otras ramas productivas en la economía española y de determinadas regiones. Por ejemplo, el gráfico 4 muestra los diez sectores principales que actúan como proveedores de empresas dedicadas a las actividades turísticas en España⁷. De acuerdo con esta información, por cada euro de facturación en las ramas de turismo, se demandarían 30 céntimos de la industria de alimentación y bebidas, y 10 céntimos de los servicios inmobiliarios. A través de estos efectos de arrastre indirectos, los servicios de comercio (mayorista y minorista) también estarían relativamente expuestos al mayor o menor dinamismo que registren las actividades turísticas en los próximos trimestres⁸.

Desde un punto de vista regional, existe una heterogeneidad evidente entre las distintas regiones españolas, no solo en cuanto al peso del sector turístico en términos de gasto (véase gráfico 5), sino también en cuanto a la tipología y estacionalidad de estos flujos⁹. En cualquier caso, a través de los múltiples vínculos *input-output* sectoriales e interregionales, todas las regiones mantendrían una sensibilidad relativamente elevada al sector. Así se

desprende del gráfico 6, que muestra la caída de los PIB regionales que se derivarían de una reducción (equivalente al 1 % del PIB nacional) de la actividad en las ramas turísticas. Naturalmente, dada su mayor exposición directa, el impacto sería mayor en Canarias y en Baleares. No obstante, otras regiones con una exposición directa menor también sufrirían un impacto relativamente importante, debido a los efectos de arrastre mencionados.

En resumen, en este recuadro se ha puesto de manifiesto que el desplome que ha sufrido el sector turístico en los últimos meses, que principalmente ha sido fruto de las medidas adoptadas para contener la expansión de la pandemia de Covid-19, no se verá acompañado, previsiblemente, de una recuperación rápida en el corto y medio plazo. Varios factores contribuirán a ello. Entre esos factores, cabe destacar la necesidad de mantener, durante algún tiempo adicional, ciertas restricciones a la movilidad de las personas y a la actividad de determinados sectores, con el fin de minimizar el riesgo de un rebrote de la pandemia. Estas perspectivas —relativamente sombrías— para un sector tan relevante en el conjunto de la economía española apuntan a la necesidad de desplegar una acción de política económica específica para este sector que trate de evitar la destrucción de una parte importante de su tejido productivo. En este sentido, el pasado 18 de junio, el Gobierno anunció un plan de apoyo a la actividad turística, que se basa en la provisión de liquidez a las empresas del sector en forma de créditos del ICO y moratorias hipotecarias, así como en la creación de una línea de préstamos destinados a financiar la transición de las empresas hacia un modelo más digital, sostenible y competitivo. En este ámbito, como en otras parcelas de la economía, es necesario retener la suficiente flexibilidad como para ajustar, en función de la evolución de la situación, las medidas aplicadas. En particular, dos dimensiones que probablemente deberían ser tenidas en cuenta, entre otros aspectos, a la hora de diseñar intervenciones futuras son la marcada estacionalidad de esta industria y el distinto grado de exposición regional a aquél.

6 La base de datos EUREGIO incorpora, en la tabla *input-output* mundial, el desglose regional para los países de la UE a nivel NUTS 2. Para más detalles sobre esta base de datos, véase E. Prades-llanes y P. Tello-Casas (2020), *Spanish regions in Global Value Chains: How important? How different*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

7 De acuerdo con la Cuenta Satélite del Turismo del INE, las actividades turísticas incluyen, entre otros, los servicios de alojamiento, de provisión de comidas y bebidas, de agencias de viajes, y de operadores turísticos y servicios de transporte.

8 Como se detalla en el epígrafe 4.2, el efecto de arrastre sobre el conjunto de ramas de la economía de cada euro adicional de facturación en las ramas de turismo es algo más de dos euros.

9 Véase, por ejemplo, A. Gómez y M. J. González (2014), «La evolución reciente del turismo no residente en España», *Boletín Económico*, abril, Banco de España.

LAS RENTAS DEL TRABAJO Y LA POSICIÓN FINANCIERA DE LOS TRABAJADORES MÁS AFECTADOS POR EL COVID-19

Las crisis económicas más recientes han tenido impactos asimétricos sobre los distintos grupos de la población. Entre 1978 y 2013, entre los trabajadores estadounidenses con ganancias salariales medianas, una caída del 1% del PIB redujo proporcionalmente más las rentas de los hombres que las de las mujeres. Por grupos de edad, la misma contracción del PIB redujo en un 2,5% las ganancias salariales anuales de los menores de 35 años, en un 1% las de los trabajadores de entre 36 y 55 años, y en menos de un 1% las de los empleados de entre 55 y 65 años. Por último, en crisis precedentes, los empleados cuyas rentas laborales cayeron más cuando se redujo el PIB trabajaban en el sector manufacturero y en la construcción¹.

En este recuadro se presenta evidencia preliminar sobre los posibles efectos de la crisis económica actual, causada por la pandemia de Covid-19, sobre distintos grupos de trabajadores y sectores de la economía española². El análisis se centra en dos aspectos específicos que han tenido una notable incidencia en el grado de mantenimiento del nivel de actividad durante la crisis: la posibilidad de realizar el trabajo desde casa y el grado de contacto físico con otras personas que implica cada tarea.

En concreto, en este recuadro se identifican las características de los trabajadores de las llamadas «industrias sociales», las más afectadas por las medidas de confinamiento adoptadas en la mayoría de los países golpeados por la pandemia, a partir de la información proporcionada por la Encuesta Financiera de las Familias. En particular, el análisis presta una atención especial a la posición financiera de estos trabajadores y de sus hogares.

La posición financiera de los hogares desempeña un papel fundamental para analizar el posible impacto de la pérdida de empleo sobre su demanda de bienes. En la medida en la que los individuos más afectados residan en hogares con bajos niveles de ahorro disponible, su capacidad

para sostener su gasto previo ante una pérdida de empleo será menor, lo que conllevará mayores reducciones en él. Se ha documentado que, en Estados Unidos, las familias cuyos miembros tienen menos posibilidades de teletrabajar y están empleados en industrias más afectadas por el confinamiento también tienen menos activos financieros (ahorro líquido) que el resto de los hogares. A escala agregada, cabe esperar que las menores tenencias de activos financieros de este conjunto de trabajadores, más expuestos a perder el empleo, tienda a intensificar la reducción del gasto total de la economía durante una pandemia³.

A efectos de este análisis, se consideran «industrias sociales» las actividades del comercio minorista, la hostelería, la educación, las actividades artísticas y recreativas, y otros servicios personales⁴. Como se describe en el epígrafe 4.2 de este Informe, el empleo y el nivel de actividad en estos sectores se han visto particularmente afectados por las medidas de confinamiento adoptadas por la mayoría de los países para contener la pandemia. En cambio, entre las industrias relativamente menos afectadas o «regulares» se incluyen la agricultura, las manufacturas, la construcción, las actividades inmobiliarias y financieras, las actividades administrativas, profesionales y técnicas, y la Administración Pública. Además de estos dos grupos de industrias, en este trabajo también se consideran separadamente dos sectores esenciales —la sanidad y el transporte—, por su particular relevancia en esta crisis.

Por otro lado, dado que una proporción sustancial de los jóvenes españoles vive con sus padres y que las mujeres y los hombres pueden trabajar con distinta frecuencia en las diferentes ramas, el análisis de este recuadro se realiza a nivel individual.

Los gráficos 1 a 3 muestran la proporción de trabajadores —tanto por cuenta ajena como por cuenta propia— en las

1 F. Guvenen, S. Schulhofer-Wohl, J. Song y M. Yogo (2017), «Worker betas: Five Facts About Systematic Worker Risk», *American Economic Review*, vol. 107 n.º 5, y B. Bell, N. Bloom, J. Blundell y L. Pistaferri (2020), «Prepare for Large Wage Cuts if you are Younger», VOX CEPR Policy Portal.

2 Para un análisis del impacto heterogéneo de la crisis del Covid-19 en función de la estructura productiva de la economía y de las conexiones intersectoriales, véase E. Prades-Illana y P. Tello-Casas (2020), «Heterogeneidad en el impacto económico del Covid-19 entre regiones y países de la UEM», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020, Banco de España.

3 G. Kaplan, B. Moll y G. Violante (2020), «Pandemics according to HANK», mimeo, Stockholm University, y S. Mongey, L. Pilossoph y A. Weinberg (2020), *Which workers bear the burden of social distancing policy?*, BFI Working Paper, n.º 2020-51.

4 La clasificación en industrias regulares e industrias sociales es una adaptación de la clasificación de G. Kaplan, B. Moll y G. Violante (2020), *op. cit.*, aunque aquí la sanidad y el transporte se separan del resto. En la Encuesta Financiera de las Familias (EFF), «Transporte» abarca tanto modalidades regulares como sociales en la clasificación de G. Kaplan, B. Moll y G. Violante (2020), y lo mismo sucede con «Sanidad», que se considera social pero se ha mantenido como esencial.

Recuadro 4.2

LAS RENTAS DEL TRABAJO Y LA POSICIÓN FINANCIERA DE LOS TRABAJADORES MÁS AFECTADOS POR EL COVID-19 (cont.)

Gráfico 1
PROPORCIÓN DE TRABAJADORES HOMBRES Y MUJERES, POR SECTOR DE ACTIVIDAD

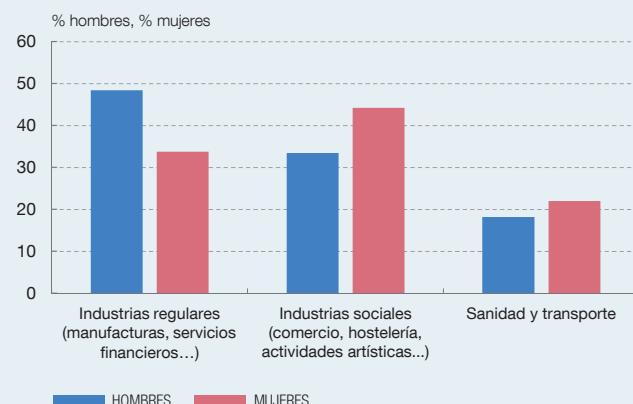


Gráfico 2
PORCENTAJE DE TRABAJADORES POR SECTOR DE ACTIVIDAD Y POR GRUPOS DE EDAD

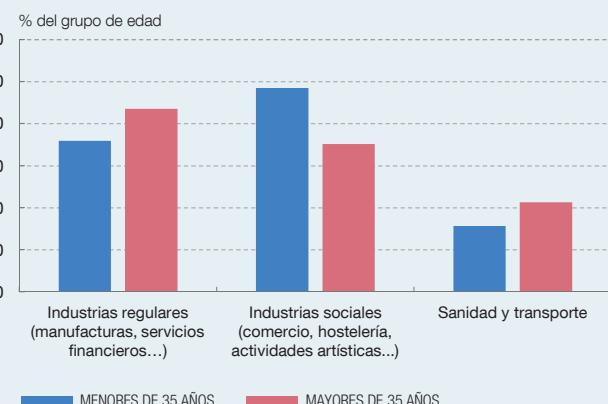


Gráfico 3
PORCENTAJE DE TRABAJADORES EN EL CUARTIL INFERIOR DE LA DISTRIBUCIÓN DE RENTA

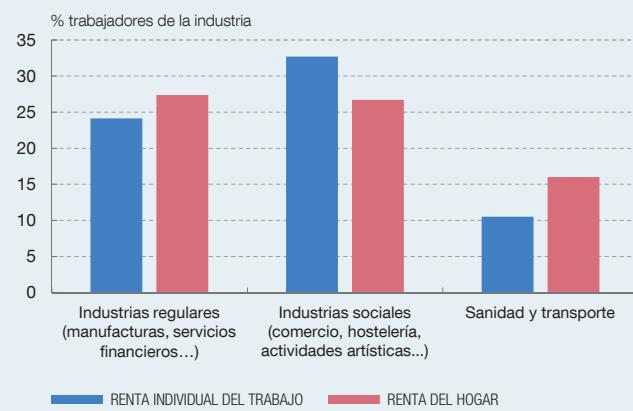


Gráfico 4
RELEVANCIA DE LAS FUENTES DE RENTA DE LOS HOGARES DE LOS EMPLEADOS EN DISTINTOS SECTORES DE ACTIVIDAD

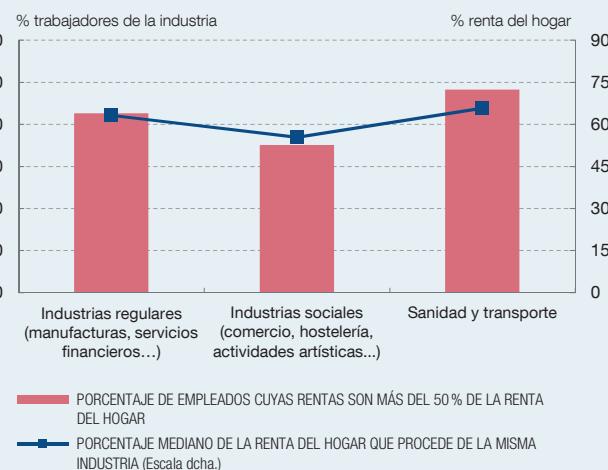


Gráfico 5
POSICIÓN FINANCIERA DEL HOGAR DE LOS EMPLEADOS POR SECTOR DE ACTIVIDAD

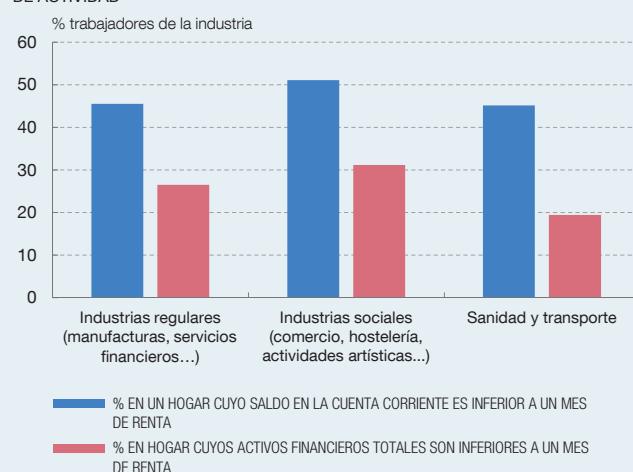
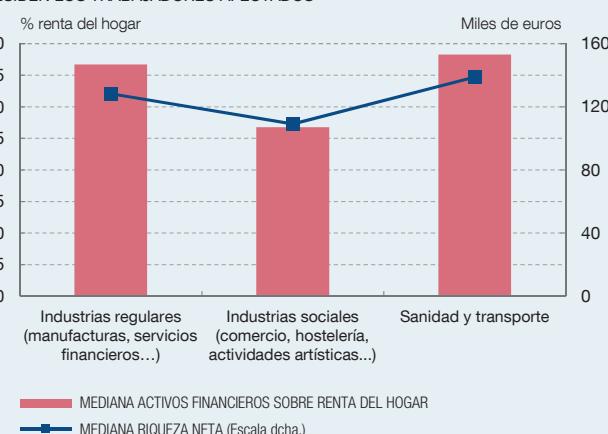


Gráfico 6
ACTIVOS FINANCIEROS Y RIQUEZA NETA DE LOS HOGARES EN LOS QUE RESIDEN LOS TRABAJADORES AFECTADOS



FUENTE: Banco de España, utilizando datos de la Encuesta Financiera de las Familias (2014).

LAS RENTAS DEL TRABAJO Y LA POSICIÓN FINANCIERA DE LOS TRABAJADORES MÁS AFECTADOS POR EL COVID-19 (cont.)

distintas industrias en función de diferentes características en 2014⁵. Así, el gráfico 1 evidencia que las mujeres están sobrerepresentadas en las industrias sociales. Por su parte, el gráfico 2 muestra que las industrias sociales emplean prácticamente a la mitad de los trabajadores menores de 35 años en España. La evidencia disponible para otros países también apunta a que las industrias sociales igualmente emplean proporcionalmente a más trabajadores jóvenes⁶. Además, el 33 % de los ocupados en las «industrias sociales» tiene rentas laborales inferiores a las del 75 % del total de trabajadores (véase gráfico 3). En los demás sectores, el porcentaje de empleados que se encuentran en el cuartil inferior de rentas laborales es sustancialmente menor, lo que sugiere que los empleados más afectados por el distanciamiento social perciben, en media, rentas menores que el resto.

No obstante, es importante tener en cuenta la composición de los hogares en los que reside cada uno de estos trabajadores. En este sentido, pese a que casi la tercera parte de los empleados en las industrias sociales tienen ganancias inferiores a las del 75 % de la población, sus hogares no son necesariamente los que presentan siempre rentas más bajas. Así, como puede apreciarse también en el gráfico 3, solo una cuarta parte de los trabajadores de las «industrias sociales» reside en un hogar cuya renta se encuentra en el cuartil inferior de la distribución de rentas. Esta ratio es muy similar a la observada en las industrias regulares. Ello se debe a que, en promedio, la proporción de jóvenes empleados en las industrias sociales es mayor que en las industrias regulares⁷. Así, dado que parte de los jóvenes españoles vive con sus padres y que los salarios suelen crecer con la edad, la renta total de los hogares de los trabajadores afectados por la pandemia sería mayor de lo que indicarían sus rentas individuales.

Una vez se tiene en cuenta esto último, el gráfico 4 muestra que el 35 % de los trabajadores de las «industrias

sociales» son la fuente principal de renta del hogar, es decir, sus ganancias superan la mitad de la renta familiar. Entre los empleados en las industrias regulares, este porcentaje es del 43 %. Además, el impacto de posibles pérdidas de empleo en las industrias sociales sobre el hogar será menor si el resto de los miembros de la unidad familiar obtiene sus rentas en otros sectores. De hecho, la mitad de los empleados afectados reside en un hogar que percibe menos del 55 % de su renta de las industrias sociales (véase gráfico 4). En cambio, la mitad de los trabajadores de las industrias regulares vive en hogares en los que más del 63 % de su renta procede de las propias industrias regulares. Por tanto, las rentas de los demás miembros del hogar permiten un cierto grado de aseguramiento, aunque limitado, ante pérdidas de empleo en los sectores más afectados por la pandemia⁸.

El gráfico 5 sugiere que los hogares de los trabajadores de las «industrias sociales» disponen, en general, de recursos más limitados para sostener su gasto. La mitad de los trabajadores de estas industrias que se han visto afectados por la crisis reside en hogares cuyos ahorros en cuentas corrientes son inferiores a un mes de renta del hogar (véase gráfico 5). Si se incluyen como riqueza activos financieros menos líquidos (como los fondos de pensiones) o de mayor riesgo (como las acciones), se observa que el 31 % de estos trabajadores vive en un hogar cuyos activos financieros son inferiores a un mes de su renta. Por su parte, la mediana de la ratio entre los activos financieros y la renta anual de los hogares de los trabajadores de las industrias sociales es igual a 0,27 (véase gráfico 6). Esto supone que, para el 50 % de estas personas, los ahorros de su hogar son inferiores a 3,3 meses de su renta total. Entre los empleados en las industrias regulares, la posición financiera es algo mejor: el 26 % reside en un hogar cuyos activos financieros son inferiores a un mes de renta y el 50 % tiene activos superiores a cuatro meses y medio de renta (su ratio de

5 En este recuadro se utilizan datos de la EFF2014, la última con datos completos disponibles. En el artículo analítico «La situación financiera de los trabajadores afectados por la pandemia» se argumenta que los principales resultados cualitativos se mantienen cuando se examinan datos preliminares de la EFF2017.

6 R. Joyce y X. Xu (2020), «*Sector shutdowns during the Covid-19 crisis: which workers are most exposed?*», IFS Briefing Note BN278, documentan que en el Reino Unido hay un porcentaje elevado de trabajadores menores de 25 años en las industrias afectadas por la cuarentena. S. Mongey, L. Pilossoph y A. Weinberg (2020) muestran que, en Estados Unidos, entre los trabajadores en ocupaciones con más contacto físico con otras personas hay más empleados de menos de 50 años.

7 Los cuartiles inferiores de la distribución de rentas del empleo y del total de hogares se calculan sobre la población de individuos empleados, con el fin de que en ambos casos haya un 25 % de trabajadores en la parte inferior de la distribución.

8 En 2008, las rentas del trabajo de uno de cada dos trabajadores en la construcción —el sector más afectado por aquella crisis— constituyan al menos el 50 % de la renta de su hogar. En esta recesión, las rentas laborales de uno de cada tres trabajadores afectados exceden este 50 %.

LAS RENTAS DEL TRABAJO Y LA POSICIÓN FINANCIERA DE LOS TRABAJADORES MÁS AFECTADOS POR EL COVID-19 (cont.)

activos financieros sobre renta anual es 0,37). Por último, la riqueza neta mediana de los hogares en los que residen los empleados en las «industrias sociales» es de 109.000 euros, un 17 % inferior a la de los hogares del resto de los trabajadores (véase el gráfico 6).

En resumen, en los sectores más afectados por el confinamiento («industrias sociales»), el porcentaje de mujeres y de jóvenes es más elevado. Además, la proporción de empleados que perciben rentas bajas es mayor en estos sectores, y también hay más trabajadores con escasa disponibilidad de activos financieros para poder hacer frente a una reducción de los ingresos

laborales. Esta evidencia apuntaría a la conveniencia de focalizar las medidas de sostenimiento de las rentas y el empleo, de modo que tengan en cuenta el impacto asimétrico de la crisis actual sobre determinados grupos de trabajadores particularmente vulnerables. Entre estas medidas, dado el tipo de tareas —más físicas e interactivas— que han venido desarrollando los colectivos de trabajadores más vinculados a las industrias sociales, destacaría la necesidad de impulsar la formación en otras habilidades que pudieran ser demandadas en distintos sectores con potencial de crecimiento elevado, de forma que se aumente la empleabilidad de estos trabajadores.

EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN BANCARIA PARA ACTIVIDADES PRODUCTIVAS EN EL CONTEXTO DE LA CRISIS DEL COVID-19

Las necesidades de liquidez de las sociedades no financieras españolas (SNF) han aumentado significativamente tras el estallido de la crisis sanitaria, debido al fuerte descenso de los ingresos ordinarios de la mayoría de las compañías a raíz de la paralización de la actividad económica durante el estado de alarma y de la caída de la demanda. Muchas de estas empresas han tratado de cubrir sus necesidades de liquidez recurriendo a la financiación bancaria, beneficiándose, en algunos casos, de los avales del Estado, aprobados por el Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, a través de la línea ICO Avales Covid-19 (en adelante, línea ICO). El importe máximo de estos avales es de 100 mm de euros, y cubren hasta el 80 % de las posibles pérdidas en la financiación concedida a los autónomos y a las pymes, y hasta el 70 % o 60 % en el caso de las empresas que no cumplen la definición de pyme de la Comisión Europea (en adelante, empresas grandes), en función de si son operaciones nuevas o renovaciones.

En este recuadro se describe la evolución de las nuevas operaciones de crédito concedido para financiar actividades productivas en marzo y abril de 2020, distinguiendo entre aquellas que se han instrumentado a través de la línea ICO y el resto, y se analiza en qué medida los fondos obtenidos por las SNF en estas operaciones han contribuido a cubrir sus necesidades de liquidez. Además, se revisan las condiciones en las que se ha concedido el crédito de la línea ICO.

El gráfico 1 muestra la evolución del nuevo crédito dispuesto y disponible concedido para financiar actividades productivas con y sin avales del Estado durante los meses de marzo y abril de 2020¹. Durante este período ya se habían aprobado los dos primeros tramos del programa de avales, por un importe de 40 mm de euros —de los que 30 mm iban dirigidos a las pymes y los autónomos y el resto a las empresas grandes— y se había ejecutado un importe total de casi 26,5 mm de euros. Con el fin de comparar el volumen del nuevo crédito concedido durante el período más reciente con la

situación anterior a la crisis sanitaria, se muestra también el importe de las nuevas operaciones crediticias formalizadas durante los mismos meses de 2019. Se observa que el crédito destinado a financiar actividades productivas, concedido principalmente a las SNF, aumentó significativamente durante marzo y abril de 2020 en comparación con un año antes, alcanzándose los 98,3 mm de euros. Aunque el importe de la financiación bancaria no vinculada con la línea ICO (63,8 mm de euros) superó ampliamente los volúmenes de las nuevas operaciones de crédito en marzo y en abril de 2019 (48,3 mm), el incremento se explica en mayor medida por la elevada cuantía de las operaciones de la línea ICO (34,6 mm).

El crédito de la línea ICO se ha concentrado en el segmento de pymes (22,9 mm de euros), mientras que la mayor parte de la financiación bancaria a las empresas grandes se ha generado al margen de esta línea (39 mm de euros sobre un total de 48,5 mm de euros). También destaca el aumento (de 9,1 mm de euros) del importe disponible a través de líneas de crédito sin el aval del Estado de las empresas grandes. La mayor parte de este crédito se concedió durante el mes de abril, puesto que, al comienzo de la crisis sanitaria, las compañías de mayor tamaño recurrieron frecuentemente al uso de sus líneas de crédito preexistentes. En el segmento de la financiación a los autónomos, destaca la elevada contribución de la línea ICO (2,2 mm de euros) al total del crédito obtenido durante marzo y abril de 2020 (4 mm), que se sitúa ligeramente por encima de la financiación obtenida durante los mismos meses del año anterior.

En el gráfico 2 se muestra la distribución del nuevo crédito según las necesidades de liquidez estimadas de las SNF. Estas se han calculado a partir de la información de las compañías de la Central de Balances Integrada (CBI)² e incluyen tanto el posible déficit (pagos menos cobros) vinculado a la actividad ordinaria de las empresas durante este año como los pagos asociados a la amortización de sus deudas entre marzo y diciembre de 2020³. La primera

1 La información de la línea ICO ha sido facilitada por el propio ICO, mientras que la referente al resto de las operaciones crediticias proviene del registro de crédito del Banco de España.

2 La CBI contiene información de unas 500.000 empresas no financieras, y representa, en términos de VAB, alrededor del 42 % del total del sector de SNF (según la Contabilidad Nacional). Dado que estas empresas representan una submuestra del universo de empresas de la economía española, los resultados obtenidos son ajustados con factores de elevación para estimar una cifra representativa del total del sector de SNF.

3 Las necesidades derivadas de la actividad ordinaria de las empresas se obtienen mediante una simulación realizada bajo el supuesto de una contracción severa de su actividad en el año 2020 con respecto a 2018 (última información disponible en la CBI), distinguiendo por sectores en función de si están más o menos afectados por los efectos de la pandemia. Los pagos asociados a la amortización de las deudas se estiman a partir

Recuadro 4.3

EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN BANCARIA PARA ACTIVIDADES PRODUCTIVAS EN EL CONTEXTO DE LA CRISIS DEL COVID-19 (cont.)

barra del gráfico 2 muestra que el 92 % del importe de las nuevas operaciones de crédito bancario originadas en marzo y abril de 2020 se ha destinado a compañías que presentan necesidades de liquidez. Estas empresas suponen el 67 % de las SNF españolas y emplean al 73 %

de los trabajadores del sector. El resto de las barras del gráfico 2 se refiere a estas sociedades, e ilustra la distribución de los dos tipos de crédito (línea ICO y resto) según distintas tipologías de empresa. De la nueva financiación recibida por las SNF con necesidades de

Gráfico 1
NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO PARA FINANCIAR ACTIVIDADES PRODUCTIVAS (a)

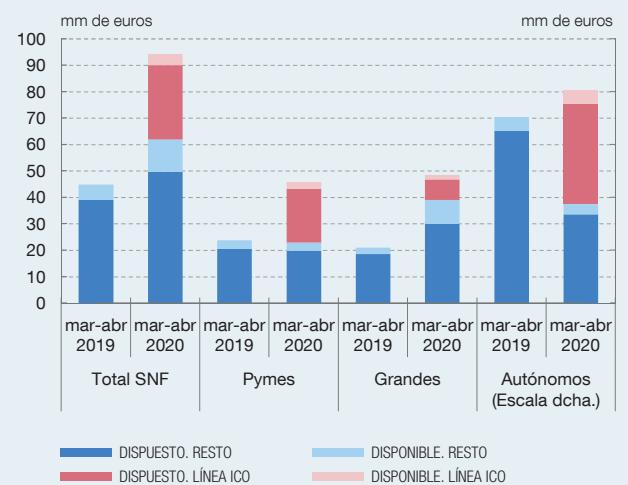


Gráfico 2
DISTRIBUCIÓN DE LAS NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO SEGÚN LAS NECESIDADES DE LIQUIDEZ DE LAS SNF. MARZO-ABRIL DE 2020 (a) (b)

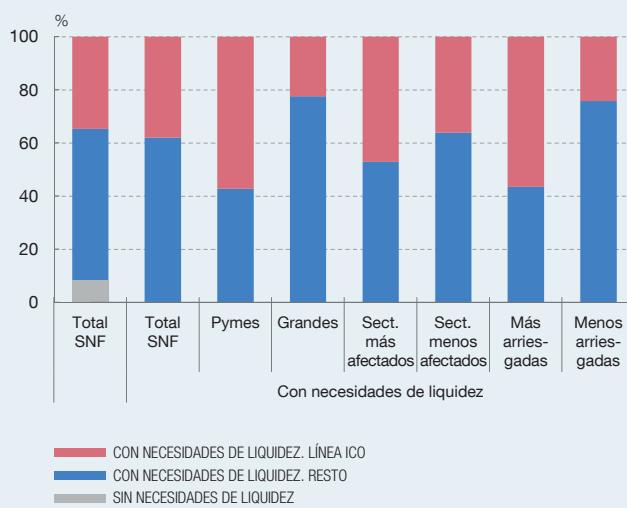


Gráfico 3
COBERTURA DE LAS NECESIDADES DE LIQUIDEZ SEGÚN TAMAÑO Y RIESGO DE LAS SNF. MARZO-ABRIL DE 2020 (a) (b)

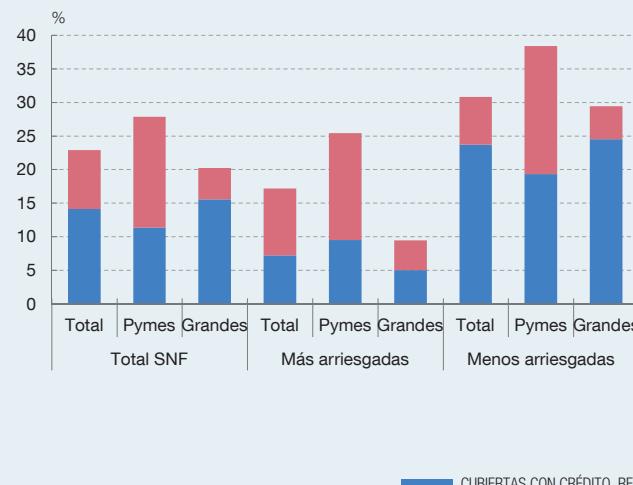
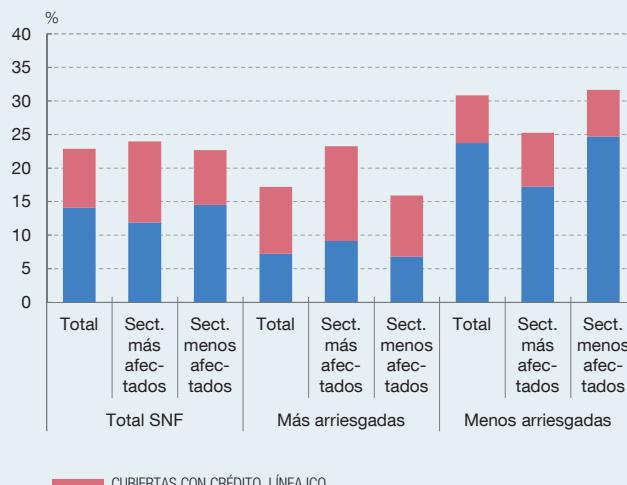


Gráfico 4
COBERTURA DE LAS NECESIDADES DE LIQUIDEZ SEGÚN SECTOR Y RIESGO DE LAS SNF. MARZO-ABRIL DE 2020 (a) (b)



FUENTE: Banco de España.

- a Incluye crédito dispuesto y disponible. Las empresas se clasifican según su tamaño, riesgo y sector en el que operan. La definición de tamaño corresponde a la Recomendación de la Comisión Europea. Las empresas de dimensión reducida que forman parte de un grupo empresarial no se clasifican como pymes. Las empresas más arriesgadas son aquellas cuya calidad crediticia (CQS, por sus siglas inglés) corresponde a las categorías CQS 6, 7 y 8, y, por tanto, su probabilidad de impago es superior al 2 %. Por último, los sectores más afectados por la crisis sanitaria son: transporte, hostelería, restauración, ocio y vehículos de motor.
- b Las necesidades de liquidez de las empresas se definen a partir de la simulación de la actividad ordinaria de la empresa durante 2020 y de la amortización de las deudas entre marzo y diciembre de 2020.

EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN BANCARIA PARA ACTIVIDADES PRODUCTIVAS EN EL CONTEXTO DE LA CRISIS DEL COVID-19 (cont.)

liquidez, cerca del 35 % corresponde a préstamos de la línea ICO. Sin embargo, esta proporción no es homogénea para los distintos tipos de compañías. Como cabría esperar, el peso de la línea ICO es comparativamente más elevado en aquellos segmentos de empresas con peores condiciones de acceso al crédito: pymes (57 %), compañías que operan en sectores más afectados por la crisis sanitaria (47 %) y empresas más arriesgadas (56 %)⁴. Por el contrario, el programa de avales se utilizó en menor medida en las operaciones de financiación de las empresas grandes y las menos arriesgadas, para las que el peso del crédito de la línea ICO se situó en el 22 % y el 24 %, respectivamente.

El gráfico 3 muestra que el nuevo crédito habría contribuido a cubrir, en promedio, cerca del 23 % de las necesidades de liquidez estimadas de las empresas entre marzo y diciembre de 2020. Además, este gráfico pone de manifiesto que los préstamos formalizados a través de la línea ICO han sido especialmente relevantes para la

cobertura de las necesidades de liquidez de las pymes, ya que este tipo de crédito ha permitido cubrir cerca del 17 % (frente al 11 % cubierto por el crédito concedido al margen de dicha línea). En el caso de las compañías grandes, en cambio, los préstamos acogidos al programa de avales apenas habrían contribuido a la cobertura del 5 % de sus necesidades de liquidez, mientras que la contribución del resto del crédito representa más del 16 %.

Aunque la línea ICO ha contribuido significativamente a la cobertura de las necesidades de liquidez de las empresas más arriesgadas, hasta ahora, este tipo de compañías ha podido cubrir en menor medida estas necesidades que las empresas menos arriesgadas, especialmente en el caso de las grandes, lo que podría reflejar mayores restricciones en su acceso a la financiación bancaria.

El gráfico 4 muestra que las necesidades de liquidez de las SNF que operan en los sectores más afectados por la

Gráfico 5
TIPOS DE INTERÉS NUEVAS OPERACIONES (c)

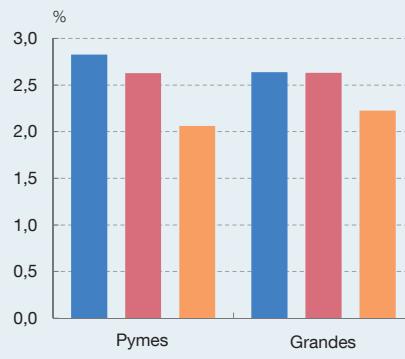


Gráfico 6
PLAZO NUEVAS OPERACIONES (c)

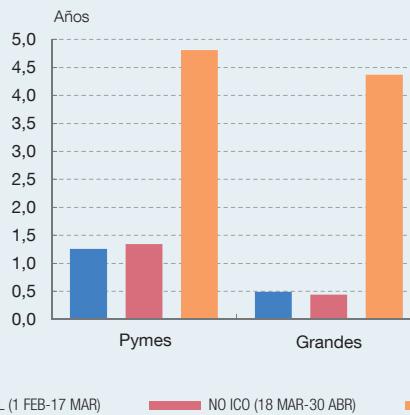
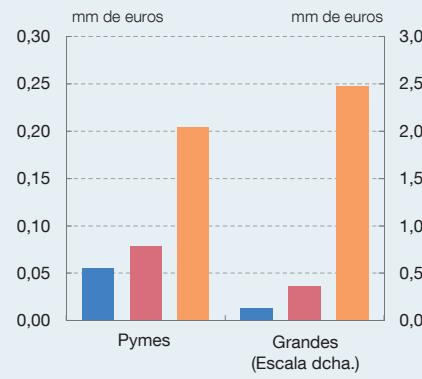


Gráfico 7
IMPORTE NUEVAS OPERACIONES (c)



FUENTE: Banco de España.

c ICO indica el crédito instrumentado a través de la línea ICO, y no ICO, el resto de las operaciones crediticias. El crédito incluye el importe dispuesto y el disponible. Se excluyen operaciones con un vencimiento inferior a un mes. La definición de tamaño (pymes y grandes) corresponde a la Recomendación de la Comisión Europea. De acuerdo con la Comisión Europea, las empresas de dimensión reducida que forman parte de un grupo empresarial no se incluyen dentro de la categoría de pyme.

de la información de la Central de Información de Riesgos y de datos del balance de las empresas. Hay que tener en cuenta que las necesidades de liquidez de las empresas pueden incorporar un error de medida, al haberse obtenido mediante un ejercicio de simulación. Para más detalle, véase R. Blanco, 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, Banco de España, próxima publicación.

4 Los sectores más afectados por la crisis sanitaria son: transporte, hostelería, restauración, ocio y vehículos de motor. Las empresas más arriesgadas son aquellas cuya calidad crediticia (CQS, por sus siglas inglés) corresponde a las categorías CQS 6, 7 y 8, y, por tanto, su probabilidad de impago es superior al 2 %.

EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN BANCARIA PARA ACTIVIDADES PRODUCTIVAS EN EL CONTEXTO DE LA CRISIS DEL COVID-19 (cont.)

crisis sanitaria y con una mayor probabilidad de impago de sus deudas se han visto paliadas, en gran parte, gracias al crédito originado con el programa de avales.

Por último, en los gráficos 5, 6 y 7 se ilustran las condiciones (tipos de interés, plazo e importe) de los préstamos concedidos mediante el programa de avales en comparación con el resto de la financiación bancaria antes y durante la pandemia. El gráfico 5 revela que el tipo de interés medio de los préstamos acogidos al programa de avales fue del 2,1 % para el segmento de pymes y del 2,2 % para el de las empresas grandes, cifras significativamente inferiores a las de las operaciones crediticias efectuadas durante el mismo período al margen de la línea ICO o en las semanas anteriores al estado de alarma, que oscilan entre el 2,6 % y el 2,8 %⁵. Asimismo, el plazo medio de los créditos de la línea ICO es significativamente más amplio para los dos segmentos de empresas y supera en más de tres años el observado para el resto de las operaciones de crédito antes y durante la pandemia (véase gráfico 6). Por último, el importe de los préstamos acogidos al programa de avales es también claramente superior al asociado al resto de las operaciones (véase gráfico 7). Dado que los prestatarios de las operaciones con avales del Estado podrían no ser perfectamente comparables a los de los otros dos tipos

de crédito, se ha realizado un análisis de regresión en el que se comparan las condiciones de los préstamos avalados por el programa con las de otros créditos sin aval concedidos por el mismo banco a la misma compañía, controlando por otras características de los préstamos. Los resultados obtenidos confirman las diferencias señaladas anteriormente.

En resumen, la evidencia presentada en este recuadro sugiere que, con datos hasta finales de abril, el programa de avales del Estado estaría contribuyendo notablemente a cubrir las necesidades de liquidez de las empresas más afectadas por la pandemia y con mayores dificultades de acceso al crédito. Además, las condiciones de financiación de estas operaciones serían más favorables que aquellas que estarían vigentes en ausencia de dicho programa, tanto en términos de tipos de interés como, en particular, de cuantía del préstamo y plazo de vencimiento. El dilatado plazo de vencimiento medio de los préstamos concedidos a través del programa del ICO (superior a cuatro años) permitirá elevar la vida media de la deuda de las empresas, lo que mitigará los posibles riesgos de refinanciación a corto plazo. Por su parte, las compañías menos afectadas por la pandemia y con un mejor acceso al crédito están pudiendo aumentar su financiación bancaria sin recurrir a la línea ICO.

5 Aunque estos tipos de interés no incluyen comisiones, las diferencias, previsiblemente, se mantendrían, dado que la comisión inicial media de las operaciones de la línea ICO se sitúa en el 0,2 %.



5

RETOS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ANTE EL ESCENARIO POS-COVID-19

Antes del estallido de la crisis sanitaria, la economía española ya se enfrentaba a importantes retos de medio plazo. La fase expansiva que precedió a la crisis actual permitió a la economía española corregir algunos de sus principales desequilibrios macrofinancieros, aunque todavía persistían ciertos desafíos vinculados a varias áreas clave. Entre ellas destaca, por su relevancia, la necesidad de aumentar el potencial de crecimiento, de corregir las disfuncionalidades del mercado laboral, de mejorar la sostenibilidad de las cuentas públicas, y de abordar los desafíos asociados con el envejecimiento de la población, la desigualdad y el cambio climático.

La crisis del Covid-19 ha intensificado el calibre de algunos estos desafíos y ha planteado varios retos nuevos. Como se detalla en el epígrafe 4, la crisis del Covid-19 ha hecho más evidentes algunas de las vulnerabilidades que la economía española venía arrastrando en los últimos años. Singularmente, la crisis actual ha vuelto a poner de relieve los problemas que genera una excesiva temporalidad en el empleo, no solo en términos de las dinámicas del mercado laboral, sino también en cuanto a la evolución de la desigualdad, y las limitaciones que comporta afrontar una crisis como la actual con unos márgenes de actuación fiscal más constreñidos que los disponibles en otros países de nuestro entorno. Pero, además, esta crisis también ha puesto de manifiesto algunas vulnerabilidades —comunes a muchas otras economías— que habían pasado relativamente desapercibidas en los últimos años y ha provocado algunos cambios notables en el comportamiento de los agentes económicos que, a su vez, implican nuevos desafíos de cara al futuro. En particular, como se detalla en el epígrafe 5.2, esta crisis puede terminar teniendo repercusiones muy relevantes para los procesos de globalización y de digitalización en los que están inmersas la sociedad y la economía mundial y española. Entender las implicaciones que una eventual transformación estructural en estos procesos podría tener para el conjunto de la economía, pero también para determinados sectores, empresas o segmentos de la población, y prepararse para ellas, supone un reto de primera magnitud para nuestro país.

La gravedad de la situación creada por la pandemia ha acentuado 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, así como la envergadura de los retos que nuestro país debe abordar en el medio plazo, supone una amenaza considerable 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

ambiciosa¹. En algunos casos, esta respuesta debe materializarse a través de nuevas actuaciones en el corto plazo. En otros, estas actuaciones han de desplegarse una vez superado el episodio recesivo actual y sus efectos económicos más adversos, aunque su diseño y comunicación deben acometerse sin dilaciones excesivas. Este es el caso, por ejemplo, en el ámbito de la política fiscal, en el que, como se describe en el epígrafe 5.1.3, no cabe una retirada prematura de las medidas de estímulo dispuestas en la actualidad, ya que 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 aplicación una vez que se haya superado la actual crisis y se haya consolidado una senda robusta de recuperación.

La respuesta de la política económica debería incluir 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 y tratar de resolver algunos de ellos de forma aislada no es ni factible ni conveniente. Por ello, se necesita una estrategia bien planificada en la que se valore el impacto que puede tener cada decisión de política económica en 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, los retos estructurales requieren respuestas estructurales, que perduren en el tiempo. Por este motivo, las medidas de política económica con las que se afronten los retos que se describen en este epígrafe 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.

Las políticas nacionales deben complementarse con acciones a escala europea que incluyan avances decididos en la estructura institucional de la UE y la UEM. Esta crisis ha demostrado que, en la medida en que los retos de cara al futuro 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 (véase epígrafe 5.4). 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 fundamental alcanzar una Unión Bancaria plena en el área del euro, cuya principal pieza clave pendiente de aprobación es un

1 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.

fondo de garantía de depósitos europeo. También debe avanzarse en la revisión de aquellos aspectos institucionales y regulatorios que impiden que exista una verdadera Unión de los Mercados de Capitales en la región.

5.1 Principales asignaturas pendientes de la economía española

En este epígrafe se describen algunos de los principales retos estructurales que la economía española ya debería haber abordado antes del estallido de la crisis del Covid-19. Aunque, por motivos expositivos, estos retos se presentan de forma individualizada, conviene destacar que todos ellos están estrechamente relacionados entre sí, lo que exige de una interpretación global de ellos. Así, por ejemplo, no pueden resolverse los problemas asociados al envejecimiento de la población sin tener en cuenta la restricción presupuestaria intertemporal del sector público o las dinámicas de desigualdad intrageneracionales e intergeneracionales. Del mismo modo, las reformas estructurales dirigidas a aumentar el potencial de crecimiento de la economía y a abordar los desajustes que presenta el mercado laboral español tendrán una incidencia notable sobre el grado de sostenibilidad de las finanzas públicas. Por otra parte, las dinámicas de este mercado también condicionan de forma evidente el proceso de acumulación de capital humano por parte de los trabajadores y la evolución de la desigualdad entre segmentos de la población, un aspecto en el que también es esencial procurar unas condiciones apropiadas de acceso a la vivienda.

5.1.1 Factores que limitan la capacidad de crecimiento de la economía española

La profundidad de esta crisis probablemente provocará algunos daños persistentes en el crecimiento potencial de la economía española. Aunque la perturbación generada por esta crisis tiene un carácter eminentemente transitorio, es previsible que su elevada intensidad y la incertidumbre que todavía persiste sobre su evolución futura desencadenen algunos efectos duraderos sobre la estructura productiva de muchas economías, incluida la española. En este sentido, cabe esperar que el crecimiento potencial de la economía española, que ya era relativamente reducido antes de esta crisis, se vea mermado como consecuencia de ella (véase gráfico 5.1.1).

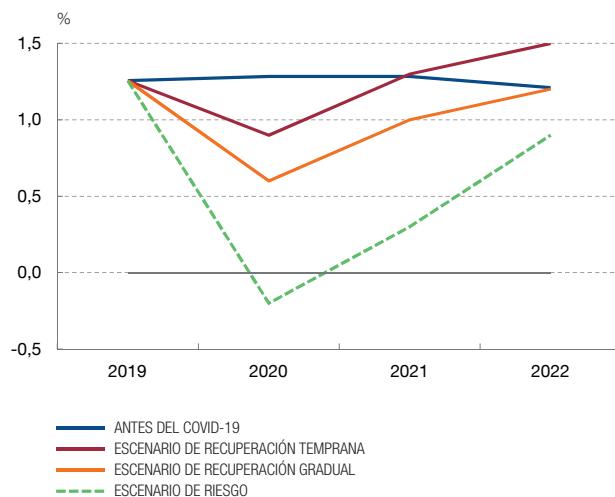
Desde una perspectiva temporal amplia, el bajo crecimiento de la productividad es el principal factor determinante del modesto crecimiento potencial de la economía española. En los veinte últimos años, la productividad total de los factores (PTF) ha aumentado a una tasa anual promedio aproximada del 0,2 % en España, muy por debajo del crecimiento registrado en algunas de las economías avanzadas de referencia, como Alemania (0,8 %) o Estados Unidos (0,9 %) (véase gráfico 5.1.2).

Gráfico 5.1

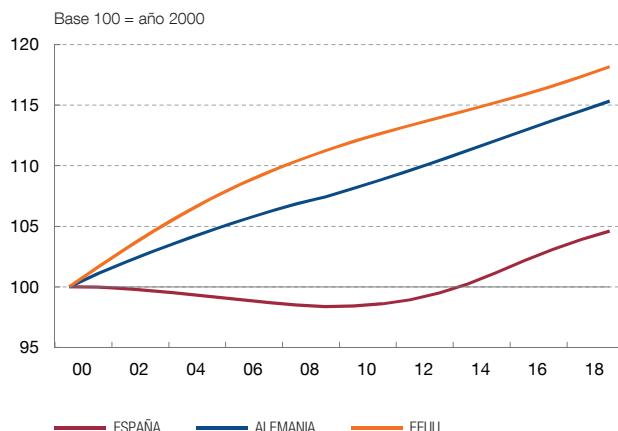
CAPACIDAD DE CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

El crecimiento potencial de la economía española, que ya era relativamente reducido antes de esta crisis, se verá mermado como consecuencia de ella. El bajo crecimiento de la productividad es el principal factor determinante del modesto crecimiento potencial. La menor productividad frente a otros países europeos se observa en prácticamente todos los sectores y se debe, en parte, al menor tamaño relativo de las empresas españolas.

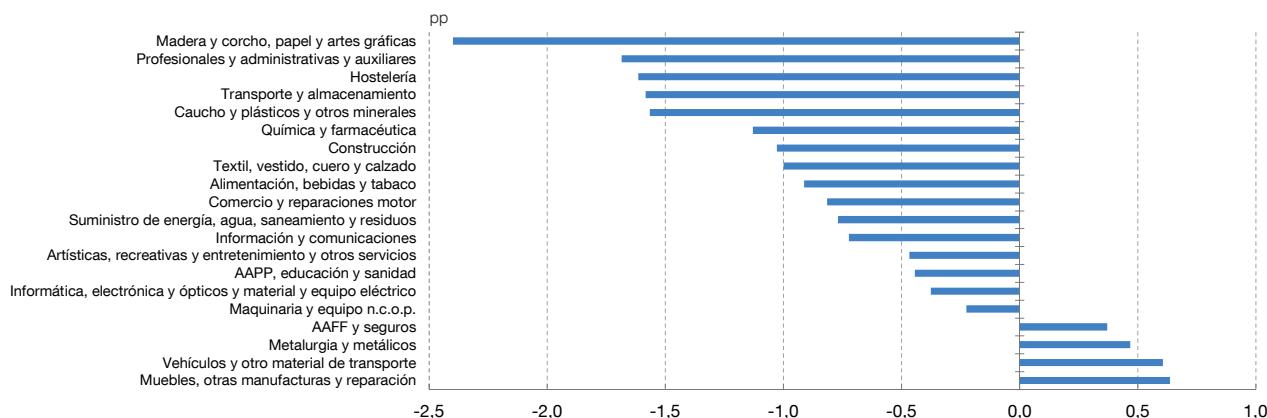
1 CRECIMIENTO DEL PIB POTENCIAL



2 PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES EN ESPAÑA, EEUU Y ALEMANIA



3 DIFERENCIAL EN EL CRECIMIENTO ANUAL DE LA PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES (PTF) ENTRE ESPAÑA Y LA UE-12 (2000-2016) (a)



FUENTES: Banco de España, Comisión Europea y EUKLEMS.

a) UE-12 incluye Austria, Bélgica, República Checa, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Italia, Países Bajos, España, Suecia y Reino Unido.



Las diferencias sostenidas en productividad explican, en buena medida, la heterogeneidad en los niveles de bienestar económico entre países a largo plazo.

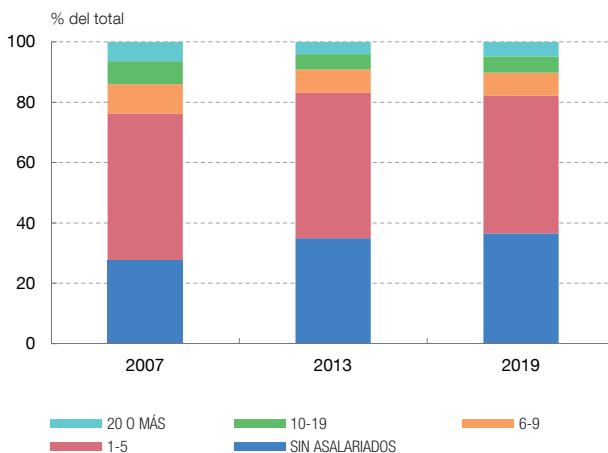
La composición sectorial de la economía española explica solo una parte del escaso dinamismo de la productividad en España. Si bien es cierto que nuestra estructura productiva se encuentra sesgada hacia ramas de actividad que suelen registrar un crecimiento más bajo de la productividad, el menor nivel de esta variable

Gráfico 5.2

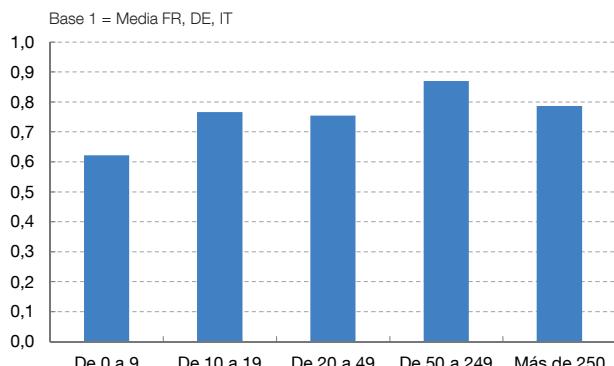
TAMAÑO EMPRESARIAL Y PRODUCTIVIDAD

La proporción de empresas de menor tamaño ha aumentado en la última década en España. Así, el porcentaje de empresas con menos de cinco trabajadores alcanzó el 78 % en España en 2019. La productividad de estas empresas es, en general, menor en relación con las empresas del mismo tamaño de Alemania, Francia e Italia.

1 EMPRESAS, POR NÚMERO DE TRABAJADORES



2 PRODUCTIVIDAD RELATIVA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS EN 2016



FUENTES: DIRCE y Eurostat.



frente a otros países europeos se observa en prácticamente todos los sectores (véase gráfico 5.1.3)². Esta circunstancia sugiere la presencia de factores estructurales que, de manera transversal, limitan las ganancias en productividad en una mayoría amplia de sectores y, por tanto, el potencial de crecimiento del conjunto de la economía española. Entre estos posibles factores limitativos del avance de la productividad, destacan, por su relevancia, la demografía empresarial, el capital humano y el capital tecnológico.

El reducido tamaño de las empresas españolas constituye un elemento relevante para explicar la baja productividad agregada de la economía española. El peso de las empresas de menor tamaño en España es relativamente elevado en una comparativa internacional (véase gráfico 5.2). Así, por ejemplo, el porcentaje de empresas con menos de cinco trabajadores alcanzó el 78 % en España en 2019, una ratio claramente por encima del 69 % registrado en el promedio de la UEM. Este hecho contribuye a una menor productividad agregada de la economía española frente al conjunto del área del euro, puesto que es precisamente en las compañías españolas de menor tamaño donde se observa un diferencial de productividad negativo más amplio con respecto a sus equivalentes europeas³. Estas diferencias, que suelen ser mayores en el caso de las empresas de servicios,

2 Véase Cuadrado *et al.* (2020).

3 Véase Banco de España (2019a).

se mantienen incluso después de tener en cuenta las distintas estructuras sectoriales de las economías europeas y española (véase gráfico 5.2).

En el futuro, será necesario profundizar en los motivos, de diversa índole, por los que el tejido empresarial español permanece tan sesgado hacia las compañías pequeñas, y disponer de mecanismos para favorecer el crecimiento empresarial.

Si bien la propia estructura productiva española puede favorecer una determinada escala empresarial en sectores específicos, existe un conjunto amplio de regulaciones estatales contingentes al tamaño empresarial que puede plantear desincentivos al crecimiento de las empresas. En particular, algunos elementos regulatorios aumentan las cargas de las empresas cuando tienen más de 50 empleados (junto con otros criterios de actividad), e implican, por ejemplo, la obligación de constituir un comité de empresa, de realizar los pagos por IVA con una frecuencia mensual, de no poder presentar las cuentas en formato abreviado, o de contratar a un auditor de cuentas. De este modo, es plausible que algunas empresas opten por seguir manteniendo un tamaño reducido para evitar los mayores costes que supone superar este umbral de empleados. En esta dirección apunta la evidencia empírica disponible, que confirma la presencia de un número anormalmente elevado de empresas justo por debajo de dicho umbral regulatorio⁴. En este sentido, convendría asegurar que los objetivos que persiguen este tipo de regulaciones no planteen dificultades añadidas a las posibilidades de crecimiento empresarial. Por otra parte, las Comunidades Autónomas (CCAA) han incrementado su desarrollo normativo en los últimos años, de forma que en la actualidad existe una heterogeneidad notable en los trámites regionales necesarios, por ejemplo, para acometer ciertos proyectos de inversión. Estas trabas a la unidad de mercado no solo podrían estar limitando la creación de empresas, sino también su capacidad posterior de desarrollo. En este sentido, resultaría también conveniente que las CCAA pusieran en común sus diferentes prácticas, sector a sector, para alcanzar estándares de regulación acordes con las mejores prácticas. Todo ello manteniendo el objetivo de favorecer la productividad y no limitar la entrada (y el eventual crecimiento) de potenciales competidores.

Las empresas de tamaño reducido, que en general están menos diversificadas tanto geográficamente como por líneas de productos y clientes, son también más vulnerables a perturbaciones macrofinancieras. Este tipo de compañías suelen tener mayores obstáculos para financiarse, debido a que la inversión en estas empresas suele percibirse como más arriesgada, y a problemas de información asimétrica (entre inversores o prestamistas y la propia empresa) y de escala reducida⁵.

4 Véase evidencia relativa al impacto de determinados umbrales regulatorios en la distribución por tamaños de empresas en Banco de España (2015), Comisión Europea (2016), *Informe sobre España 2016*, Garicano *et al.* (2016) y Almunia y López-Rodríguez (2018).

5 En efecto, la literatura económica ha identificado la mayor información asimétrica de las empresas de tamaño reducido vinculada a la menor calidad y cantidad de información disponible sobre su situación económica y financiera como uno de los orígenes de sus mayores problemas en el acceso a la financiación externa. Además, su reducido tamaño hace que los costes fijos en los que incurren los prestamistas para analizar su situación económica y financiera sean comparativamente elevados.

En particular, el tamaño de las empresas es una barrera para acceder a la financiación en los mercados mayoristas mediante la emisión de valores, a los que normalmente solo es posible apelar después de afrontar cuantiosos costes fijos. Todo ello hace que, en general, las empresas pequeñas presenten una estructura de financiación menos diversificada que sus competidores de mayor tamaño. Con frecuencia, esta financiación es especialmente dependiente de los préstamos bancarios, lo que hace que las compañías de menor tamaño sean más vulnerables a perturbaciones que incidan sobre este canal financiero, como se puso de manifiesto durante la última crisis financiera.

Por ello, potenciar la capacidad de crecimiento de las empresas de menor tamaño favorecería la solidez financiera del conjunto del tejido empresarial.

Según la información de la Central de Balances del Banco de España (CBBE), el porcentaje de costes fijos a los que tiene que hacer frente una pyme con menos de 50 trabajadores se ha incrementado en la última década y, en promedio, ha pasado a representar un 31 % de la facturación⁶. Por tanto, en la coyuntura actual, en la que algunas empresas no tienen ingresos recurrentes, no sería descartable que pudieran entrar en pérdidas, especialmente en algunos sectores como el comercio minorista, la hostelería y el ocio, que, desde el estallido de la emergencia sanitaria, se han visto sensiblemente afectados por la caída de la demanda y por las limitaciones al desempeño de su actividad.

El nivel promedio del capital humano de la economía española también contribuye a explicar el diferencial negativo de productividad frente a las economías más dinámicas de nuestro entorno. En las últimas décadas se ha producido una importante mejora en el nivel educativo de la población española, como consecuencia tanto del cambio generacional como de la mayor formación de los jóvenes de las cohortes más recientes. No obstante, todavía persiste un déficit significativo respecto al promedio de la UE, que afecta tanto a los trabajadores como a los empresarios españoles. En particular, en España el 38,9 % de los autónomos, el 35,9 % de los empleadores y el 31,1 % de los trabajadores por cuenta ajena presentaban un nivel de estudios bajo en 2019, de acuerdo con Eurostat. Estos porcentajes son muy superiores a los del conjunto del área del euro (el 22,2 %, el 19,0 % y el 18,8 %, respectivamente). Al mismo tiempo, España se sitúa en la última posición entre los países de la OCDE en razonamiento matemático y en la penúltima en términos de comprensión lectora (véase gráfico 5.3).

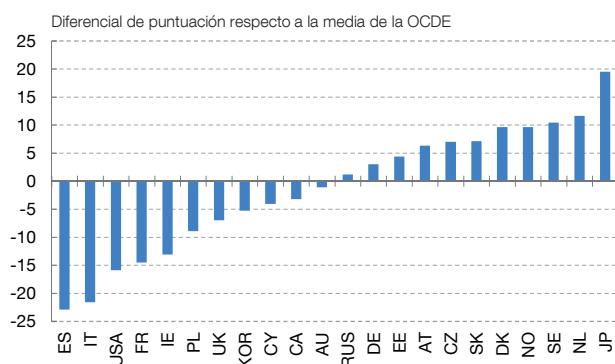
La desventaja relativa en capital humano de la economía española aconseja un replanteamiento del diseño institucional del sistema educativo,

6 Para este cálculo se consideran costes fijos los gastos de personal de los trabajadores fijos, otros gastos de explotación no relacionados con el tamaño de la producción (que incluyen servicios exteriores —I+D, arrendamientos, reparaciones, servicios profesionales independientes, transportes, seguros, servicios bancarios, publicidad y suministros—, tributos y otros gastos de gestión corriente) y los gastos financieros. Por otro lado, se consideran costes variables las compras netas y los trabajos realizados por otras empresas relacionados con el tamaño de la producción y los gastos de personal de los trabajadores temporales.

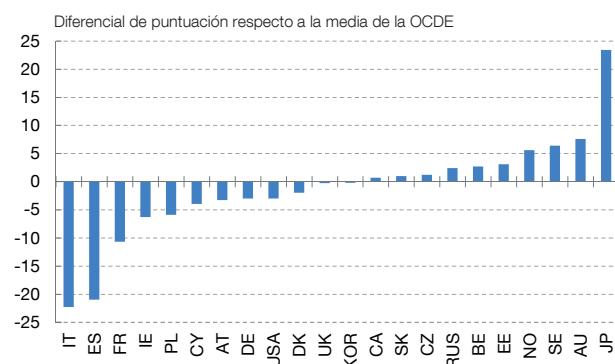
CAPITAL HUMANO Y PRODUCTIVIDAD

En las últimas décadas se ha producido un aumento del nivel educativo de la población española. No obstante, todavía persiste un déficit significativo respecto al promedio de la UE, que contribuye a explicar el diferencial negativo de productividad. España se sitúa en la última posición entre los países de la OCDE en razonamiento matemático y en la penúltima en términos de comprensión lectora.

1 MATEMÁTICAS



2 LITERATURA



FUENTE: PIAAC (OCDE 2013).



que incluya una revisión profunda del contenido del currículo y del propio sistema de aprendizaje. La evidencia disponible a escala internacional revela la conveniencia de reducir el contenido del currículo para favorecer la orientación individualizada y temprana del alumno por parte del profesor y focalizar la enseñanza en la aplicación del conocimiento de forma creativa y no en la repetición⁷. En este sentido, el Proyecto de Ley Orgánica de modificación de la Ley Orgánica de Educación (LOMLOE) que se debate actualmente en las Cortes puede representar una buena oportunidad para abordar estos retos pendientes. En el ámbito universitario existe un amplio margen de actuación para mejorar en aspectos como los sistemas de selección del personal docente e investigador o el reforzamiento de la vinculación de la financiación del sistema a objetivos de excelencia⁸. En este sentido, España cuenta con muy pocas universidades entre las mejores instituciones a escala global en términos de calidad y cantidad de su producción científica, dado el tamaño de nuestra población y economía, según algunos *rankings* utilizados a nivel internacional⁹. Finalmente, en un contexto en el que previsiblemente se ampliarán los desajustes existentes entre la demanda y la oferta de habilidades de los trabajadores, cobra una importancia especial la formación profesional, cuyo diseño puede mejorarse sensiblemente, en línea con

7 Véase OCDE (2019a).

8 Véase OCDE (2017).

9 Véase Academic Ranking of World Universities. Para *ranking* de comparativa entre universidades españolas, véase Pérez y Aldás (2019).

el de los sistemas de aquellos países de nuestro entorno que han alcanzado mejores resultados en este ámbito, como es el caso de Alemania¹⁰.

El capital tecnológico es otro factor fundamental para explicar el escaso dinamismo de la productividad en nuestro país. Según Eurostat, la proporción de empresas innovadoras en España se situaba en el 36,9 % en 2016, muy lejos de los porcentajes observados en Francia, Italia o Alemania (el 57,7 %, el 53,8 % y el 63,7 %, respectivamente)¹¹. En esta misma línea, el peso de la inversión en actividades de investigación y desarrollo sobre el PIB español, tanto del sector público como del sector privado, es un 26 % y un 54 % inferior al del promedio de la UE, respectivamente.

Dadas las peculiaridades de las inversiones con mayor potencial innovador, es preciso potenciar las palancas de financiación más aptas para su desarrollo. La elevada incertidumbre que suele rodear al rendimiento esperado de las inversiones en investigación, desarrollo e innovación (I+D+i), el dilatado horizonte temporal de este tipo de proyectos y la naturaleza específica de los activos intangibles que se generan con estas inversiones —que dificulta su uso como colateral a la hora de financiarse— justifican un papel catalizador de las AAPP en su financiación, especialmente en el ámbito de la investigación básica. Desde el punto de vista empresarial, los aspectos diferenciales que caracterizan a las inversiones en innovación mencionados anteriormente implican que, con frecuencia, la deuda no sea el instrumento más adecuado para financiar estos proyectos y que las empresas innovadoras que agotan sus fuentes internas de financiación suelan recurrir a los mercados de capitales y, más en concreto, al capital riesgo (*venture capital*) para obtener los fondos necesarios con los que desarrollar estas actividades. En este sentido, para la economía española, muy bancarizada y en la que la industria de capital riesgo se encuentra menos desarrollada que en Estados Unidos o el Reino Unido, por ejemplo, resulta fundamental que se avance de forma decidida en las distintas iniciativas de la Unión de los Mercados de Capitales de la UE, que tratan de desarrollar estos mercados.

Es esencial reforzar los mecanismos de apoyo a la innovación y mejorar la evaluación y la selección de las carreras investigadoras para incentivar un mayor volumen de inversión en I+D+i. En este ámbito, podría considerarse una reestructuración del conjunto de las organizaciones públicas que realizan innovación en España para tratar de explotar al máximo sinergias potenciales entre ellas y reforzar los mecanismos de asignación de recursos entre centros para que reflejen criterios de excelencia académica en mayor medida que en la actualidad. Los eventuales esfuerzos que se realicen en esta área podrían complementarse con

10 Para España se puede encontrar información actualizada a nivel agregado y por regiones sobre la enseñanza de formación profesional en el [Ministerio de Educación y Formación Profesional](#). Asimismo, para una evaluación del sistema de formación profesional dual en la Comunidad de Madrid véase Bentolila *et al.* (2019).

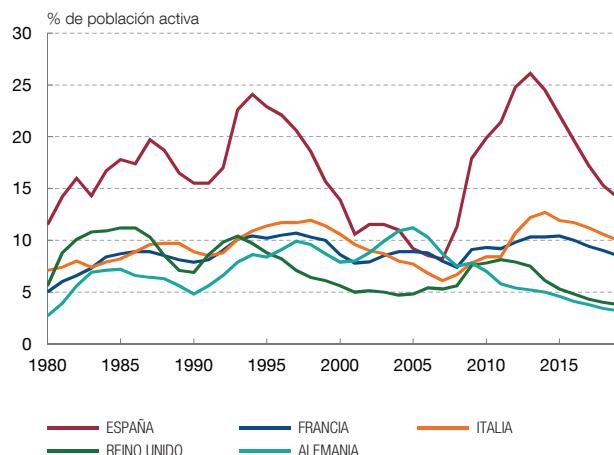
11 Véase [Community Innovation Survey 2016](#).

Gráfico 5.4

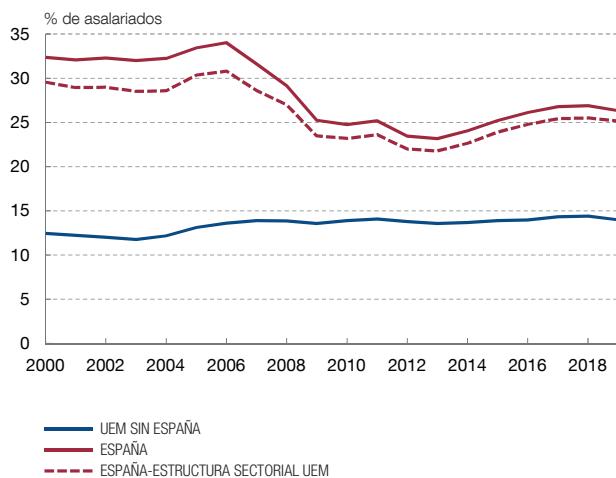
TASA DE DESEMPLEO Y TASA DE TEMPORALIDAD DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

El mercado de trabajo español presenta tasas de desempleo muy superiores a las de los países de nuestro entorno, especialmente en períodos de crisis. Otro aspecto diferencial del mercado laboral es la elevada tasa de temporalidad. Esta tasa se ha situado en la última década en el 25,2 % del empleo total, frente al 13,9 % registrado en el resto de los países de la UEM.

1 TASA DE DESEMPLEO



2 TASA DE TEMPORALIDAD



FUENTES: Eurostat y Banco de España.



modificaciones en el sistema de promoción y de carrera investigadora para favorecer la entrada y el desarrollo de nuevos investigadores con potencial elevado.

5.1.2 Disfuncionalidades del mercado de trabajo

Las deficiencias estructurales que ha presentado durante décadas el mercado laboral español explican, en buena medida, que nuestra economía registre tasas de desempleo significativamente más elevadas que cualquier país de nuestro entorno, incluso en períodos expansivos. Estas deficiencias se aprecian con mayor nitidez en situaciones de crisis como la actual, pero también tienen una notable incidencia negativa en el comportamiento del mercado de trabajo español en períodos de crecimiento de la actividad. En efecto, desde 1980 la tasa de paro promedio en España se ha situado próxima al 17 %, un porcentaje muy superior a los observados en otros países europeos (véase gráfico 5.4.1). Además, este elevado nivel de desempleo es, con frecuencia, de larga duración, lo que tiene efectos aún más negativos sobre la empleabilidad de los trabajadores afectados.

Otro de los aspectos diferenciales del mercado laboral español es su elevada tasa de temporalidad. En la última década, esta tasa se ha situado, en promedio, en el 25,2 % del empleo total, frente al 13,9 % registrado en los demás países de la UEM. Además, esta diferencia tan acusada no puede explicarse por la particular

composición sectorial de la economía española, en la que destacan ciertos sectores con elevada estacionalidad, como el turismo, dado que la mayor temporalidad en España se observa de forma generalizada en todas las ramas de actividad (véase gráfico 5.4.2). En claro contraste con otras economías de referencia, el ajuste del mercado de trabajo español durante fases recesivas se concentra, en gran medida, en la destrucción de empleo temporal. Como se señala en el epígrafe 4.2, los trabajadores con contrato temporal son los que han venido soportando, de manera desproporcional, los flujos de destrucción de empleo en la economía española en las últimas décadas. Este patrón también se está manteniendo en la crisis actual.

Las fuertes oscilaciones cíclicas del empleo temporal han contribuido a que, históricamente, la tasa de desempleo en nuestro país haya presentado variaciones también muy acusadas y a que la desigualdad aumente de manera sustancial en períodos de crisis. Cada recesión de la economía española desplaza fuera del mercado laboral a una gran cantidad de trabajadores temporales, entre los que predominan colectivos particularmente vulnerables, como aquellos con menor experiencia laboral y formación limitada. Este patrón de ajuste tiene el efecto perverso de incrementar de forma significativa la desigualdad en el nivel de rentas de los individuos durante estos episodios¹².

La magnitud y la vulnerabilidad del empleo temporal en España también tienen implicaciones estructurales negativas en muchas otras dimensiones. Así, por ejemplo, se ha documentado que la elevada temporalidad y el desempleo, que afectan fundamentalmente a los jóvenes, reducen tanto la formación de nuevos hogares como el tamaño de estos, al incidir negativamente en las decisiones de fertilidad¹³. Asimismo, se observa que las tasas de emancipación juvenil están relacionadas negativamente con el grado de inseguridad laboral¹⁴, indudablemente acentuada por la incidencia de la temporalidad. También se ha demostrado que la temporalidad está asociada a efectos persistentes sobre las carreras laborales de los trabajadores más afectados y sobre las decisiones de inversión en capital humano, por parte tanto de las empresas como de los empleados¹⁵. En particular, la evidencia empírica sugiere que los trabajadores temporales tienen menos probabilidades de trabajar en empresas que ofrecen formación y que, aunque estén en empresas que la ofrecen, su probabilidad de recibirla es menor que la de los trabajadores indefinidos de la misma empresa¹⁶.

Por todo ello, la reducción de la elevada dualidad del mercado español es un objetivo ineludible. Los mecanismos de protección del empleo deberían revisarse

12 Véase Bonhomme y Hospido (2017).

13 Véanse Gutiérrez-Doménech *et al.* (2008) y Adsera (2006).

14 Véase Becker *et al.* (2008).

15 Véase García-Pérez *et al.* (2019).

16 Véase Albert *et al.* (2005).

para compatibilizar la indispensable protección de los trabajadores con las necesidades de flexibilidad, pero, sobre todo, con el objetivo de alcanzar un reparto más equitativo de la protección entre los trabajadores con diferentes modalidades contractuales. En este sentido, los mecanismos contractuales que evitan fuertes discontinuidades en el grado de protección del trabajador, en función del tipo de contrato que tenga en cada momento, constituyen una opción interesante para afrontar esta importante disfuncionalidad de nuestro mercado laboral. En particular, figuras como la de los contratos con costes de despido crecientes pueden ser un buen punto de partida en el debate sobre el diseño de un nuevo marco regulatorio, que en ningún caso debería promover una ampliación de la brecha de protección ya existente entre trabajadores temporales e indefinidos. También merecen atención aquellos modelos mixtos que combinan la posibilidad de acumular por anticipado una parte de los costes de despido en un fondo (a modo del tipo de la «mochila austriaca») mientras el trabajador mantiene el empleo con una indemnización en caso de despido de cuantía creciente en función de la experiencia acumulada.

Es imprescindible reforzar las políticas activas de empleo para incrementar el capital humano de los trabajadores y reducir el desempleo de manera permanente. En coyunturas como la actual, pero también con carácter general a lo largo del ciclo, es necesario contar con políticas e instrumentos adecuados para aumentar la empleabilidad de las personas que han perdido su trabajo, de forma que se evite un deterioro permanente del capital humano de los desempleados y del potencial de crecimiento del conjunto de la economía¹⁷. Para ello, es preciso favorecer la búsqueda activa de empleo, la orientación adecuada a los trabajadores y el despliegue de una formación especializada y específica cuando se detecten necesidades formativas. Con este objetivo, deben habilitarse mecanismos que permitan un seguimiento y una orientación individualizada de los desempleados basados en técnicas de perfilado estadístico de los trabajadores parados ya disponibles y de las vacantes existentes a escala local.

En la coyuntura actual, la mejora de las políticas activas de empleo debe ser una prioridad. Como se señala en el epígrafe 4, la crisis del Covid-19 está teniendo una incidencia muy heterogénea por ramas de actividad, y no es descartable que algunas de estas dinámicas acaben provocando cambios permanentes en la composición sectorial de la economía y, por tanto, en las necesidades de empleo de las distintas ramas productivas. El buen funcionamiento de las políticas activas de empleo es imprescindible para que esa posible reasignación sectorial se produzca con agilidad y eficiencia. Algunos de los sectores más afectados por esta crisis presentan una mayor concentración de trabajadores con formación reducida y menos expuestos a la realización de tareas relacionadas con las tecnologías de la información, habilidades numéricas y de escritura y lectura, lo que dificulta su empleabilidad en otras ramas

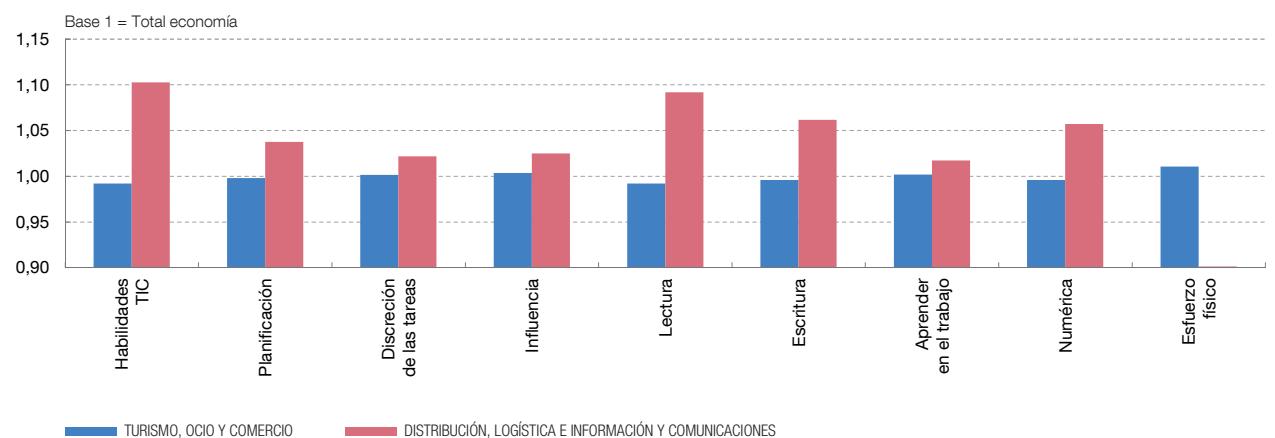
17 Keane y Wolpin (1997) estiman una tasa de depreciación de las habilidades durante el desempleo de un 30% anual para trabajadores no manuales y de un 10% para trabajadores manuales.

Gráfico 5.5

CAPITAL HUMANO Y POLÍTICAS ACTIVAS DE EMPLEO

Dados los posibles cambios en la demanda, las ramas relacionadas con el turismo, ocio y comercio podrían verse negativamente afectadas. Estos sectores presentan una mayor concentración de trabajadores con formación baja y menos expuestos a la realización de tareas relacionadas con las tecnologías de la información, habilidades numéricas y de escritura y lectura, lo que dificulta su empleabilidad en otras ramas productivas. Esta circunstancia otorga un carácter especialmente prioritario al reforzamiento de las políticas activas de empleo.

INTENSIDAD DE HABILIDADES REQUERIDAS, POR GRUPOS DE SECTORES



FUENTES: MCVL, PIAAC (OCDE 2013) y Banco de España [véase Anghel *et al.* (2020)].



productivas que gocen de mejores perspectivas de crecimiento. Esta circunstancia otorga un carácter especialmente prioritario al reforzamiento de las políticas activas de empleo, así como de sus instrumentos y recursos (véase gráfico 5.5)¹⁸. Adicionalmente, el nuevo entorno económico que emergerá tras la pandemia requerirá que las empresas se adapten con agilidad a las nuevas condiciones, tanto en lo referido a la demanda de sus productos y servicio, como en relación con posibles cambios en la estructura de su sector de actividad. En este proceso, facilitar el adecuado funcionamiento de los mecanismos de flexibilidad interna disponibles a escala de empresa resulta esencial para mitigar posibles efectos negativos sobre el empleo.

La mejora de las políticas activas de empleo también es necesaria en un horizonte de medio plazo. No cabe duda de que los avances tecnológicos (la inteligencia artificial, la automatización y la robótica) crearán nuevas oportunidades y contribuirán al necesario avance de la productividad, si bien algunos trabajadores perderán sus puestos de trabajo en esta transición y no siempre estarán en condiciones de aprovechar de manera instantánea las nuevas oportunidades. Las políticas activas del mercado laboral y las políticas de formación, convenientemente rediseñadas para potenciar su eficacia y eficiencia, y dotadas con los recursos adecuados, constituyen una palanca natural para garantizar un aprendizaje a lo largo de la carrera profesional que permita adquirir nuevas competencias a los

¹⁸ Véase Anghel *et al.* (2020).

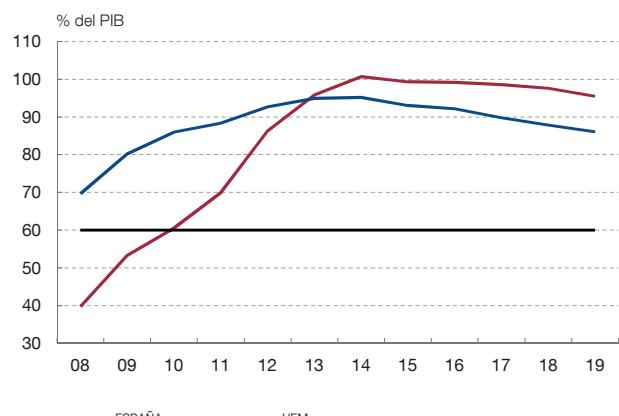
EL RETO DE GARANTIZAR LA SOSTENIBILIDAD DE LAS CUENTAS PÚBLICAS

Después de reducirse durante cuatro años, el déficit del conjunto de las AAPP se incrementó hasta el 2,8 % del PIB en 2019. En términos estructurales, es decir, una vez descontado el efecto del ciclo económico, el desequilibrio de las cuentas públicas también habría aumentado. Por su parte, la ratio de deuda pública sobre el PIB se situó en el 95,5 % a finales de 2019, 5,2 pp por debajo del máximo histórico alcanzado en 2014, y muy por encima del valor de referencia del 60 %.

1 SALDO TOTAL Y ESTRUCTURAL DE LAS AAPP



2 DEUDA DE LAS AAPP EN ESPAÑA Y EN LA UEM



FUENTES: Banco de España, Intervención General de la Administración del Estado y Eurostat.



trabajadores, perfeccionarlas y reciclarse profesionalmente ante un entorno cambiante y, previsiblemente, muy exigente en términos de habilidades tecnológicas. Estas políticas son de particular relevancia en un contexto de rápido envejecimiento poblacional (véase epígrafe 5.1.4).

5.1.3 La reconstrucción de márgenes de actuación para la política fiscal

Las cuentas de las AAPP ya presentaban algunos desajustes considerables antes de la epidemia de Covid-19. Los márgenes de actuación fiscal ante situaciones recesivas de la economía española, que se habían visto sensiblemente mermados como consecuencia de la crisis financiera global y de la de deuda soberana europea, apenas se recuperaron con posterioridad, a pesar del crecimiento robusto e ininterrumpido de la actividad y del empleo. De hecho, tras cuatro años de descensos, el déficit del conjunto de las AAPP se incrementó hasta el 2,8 % del PIB en 2019. En términos estructurales, es decir, una vez descontado el efecto del ciclo económico, el desequilibrio de las cuentas públicas también habría aumentado, hasta situarse por encima del 3 % del PIB, según las estimaciones del Banco de España. De este modo, desde 2015 no se habrían producido avances reseñables en la disminución del déficit público estructural (véase gráfico 5.6.1), y la corrección del desequilibrio presupuestario alcanzada desde ese año se habría debido únicamente a la mejoría de la posición

cíclica de la economía y al menor gasto por intereses de la deuda. Por su parte, la ratio de deuda pública sobre el PIB se situó en el 95,5 % a finales de 2019, solo 5,2 pp por debajo del máximo histórico alcanzado en 2014, y muy por encima del valor de referencia del 60 % del PIB del marco actual de reglas fiscales europeas y de la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (véase gráfico 5.6.2).

No obstante, la respuesta de política económica a esta pandemia exige una actuación decidida en materia fiscal. Es necesaria una respuesta fiscal ágil y contundente, dirigida a sostener las rentas de los hogares y de las empresas en el corto plazo, no solo para limitar el impacto de la fuerte recesión desencadenada por el Covid-19, sino también para reducir el riesgo de un deterioro persistente de la capacidad de crecimiento de la economía y contribuir a una recuperación económica más rápida y sólida, una vez superada la pandemia. La efectividad de la política fiscal en la coyuntura actual debería verse favorecida por la contundente respuesta de la política monetaria y por el entorno de tipos de interés históricamente reducidos (véase recuadro 3.4, en el que se subraya la complementariedad entre la política monetaria y la fiscal)¹⁹.

Las medidas fiscales adoptadas para paliar los efectos de la pandemia, el inevitable deterioro del entorno macroeconómico y la actuación de los estabilizadores automáticos incidirán muy negativamente en las cuentas públicas. Como se detalla en el epígrafe 4.4.3, las últimas estimaciones del Banco de España apuntan a un repunte muy significativo de las ratios de déficit y de deuda públicos sobre el PIB en el período 2020-2022. Además, persisten algunos elementos de riesgo relativos a la evolución de la enfermedad en los próximos trimestres y a los daños que pueda causar la fuerte recesión actual en el tejido productivo, que, de materializarse, darían lugar a mayores niveles de déficit y deuda que los proyectados. Como consecuencia de estos elementos de riesgo, existe una incertidumbre notable en cuanto a si será necesario desplegar nuevos estímulos fiscales en los próximos trimestres para reactivar la economía. Además, no puede descartarse que, como se ha observado en algunos episodios recesivos previos, la sensibilidad de la recaudación tributaria a la evolución de sus bases sea superior a su nivel habitual en los próximos meses, con el consiguiente impacto adverso en las cuentas públicas.

En el corto plazo, podría ser necesario prolongar el estímulo fiscal, de un modo focalizado y orientado a los agentes y sectores más afectados por la crisis. Es posible que sea preciso extender alguna de las medidas ya implementadas para hacer frente a la pandemia o introducir otras nuevas. Si este fuera el caso, es fundamental que las decisiones adoptadas traten de maximizar el impacto potencial de los recursos públicos comprometidos y que se concentren en los sectores y en

¹⁹ Para un análisis detallado sobre la complementariedad entre políticas monetarias y fiscales expansivas, véase Arce et al. (2016).

los grupos de empresas y hogares más afectados. En el ámbito sanitario, los ingentes esfuerzos por contener la pandemia han generado el aplazamiento de numerosas intervenciones en todos los niveles del sistema, lo que puede requerir recursos adicionales para absorberlas en los próximos meses. Asimismo, la pandemia ha puesto de relieve una cierta escasez de medios materiales y humanos en la lucha contra la enfermedad. Si bien el tensionamiento del sistema se ha debido a circunstancias extraordinarias, parece conveniente estudiar medidas de aprovisionamiento de materiales o de aumento de la dotación del sistema si se identifican carencias estructurales en él²⁰, en especial dado el riesgo de posibles rebrotes de la enfermedad durante algún tiempo. En el caso de los hogares, se ha aprobado recientemente el ingreso mínimo vital para reducir el nivel de pobreza extrema de colectivos con especiales dificultades estructurales. En el terreno empresarial, podrían considerarse, entre otras medidas, el pago inmediato de las devoluciones del IVA o de los saldos pendientes a proveedores por parte de las AAPP, y la introducción de nuevos programas de liquidez a empresas y autónomos, vinculados al cobro de la deuda de sus clientes o a los gastos fijos de su actividad comercial.

Si bien en el corto plazo la respuesta fiscal a esta crisis debe ser expansiva, en el medio plazo es necesario acometer reformas de calado para reducir el endeudamiento público y reconstruir márgenes para la actuación de la política fiscal ante futuras perturbaciones negativas. A partir de las herramientas analíticas desarrolladas por el Banco de España, es posible valorar la evolución futura de la deuda pública española en diferentes escenarios alternativos. En este sentido, los ejercicios desarrollados en el recuadro 5.1 apuntan a que, en un escenario hipotético en el que las AAPP no realizaran ningún esfuerzo fiscal estructural en los diez próximos años, la ratio de deuda pública sobre el PIB permanecería, a finales de 2030, en niveles muy por encima del 100 %. La persistencia en el tiempo de unos niveles de deuda pública tan elevados reduciría los márgenes de actuación contracíclicos de los que dispone la política fiscal para hacer frente a perturbaciones macroeconómicas adversas y expondría a la economía española a una situación de vulnerabilidad crónica ante cambios en el sentimiento inversor de los mercados financieros. Además, este elevado endeudamiento público podría llegar a lastrar la capacidad de crecimiento de la economía, en la medida en que afectase a sus condiciones agregadas de financiación, distorsionando las decisiones de inversión del sector privado. Frente a un escenario como el descrito, en el que no se acometen esfuerzos fiscales estructurales en el medio plazo, las simulaciones del recuadro 5.1 apuntan a que, en un escenario alternativo en el que las AAPP adoptaran una política fiscal coherente con el cumplimiento de las exigencias del componente preventivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) durante la próxima década, la ratio de

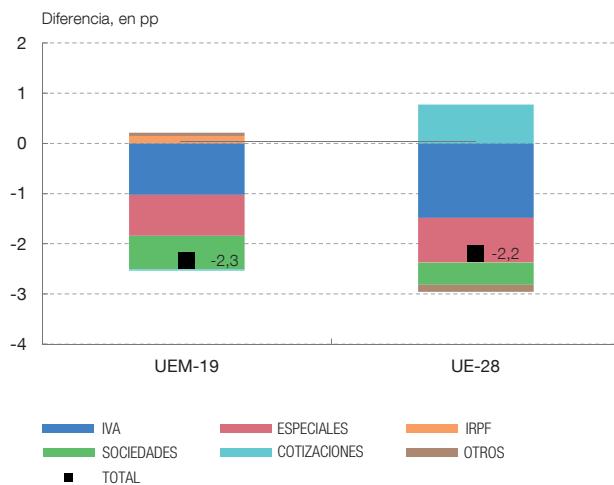
20 En este sentido, cabe destacar que la segunda fase del proyecto de revisión del gasto encargado a la AIReF, cuya finalización se espera para el verano de 2020, contempla el análisis del gasto hospitalario del Sistema Nacional de Salud.

Gráfico 5.7

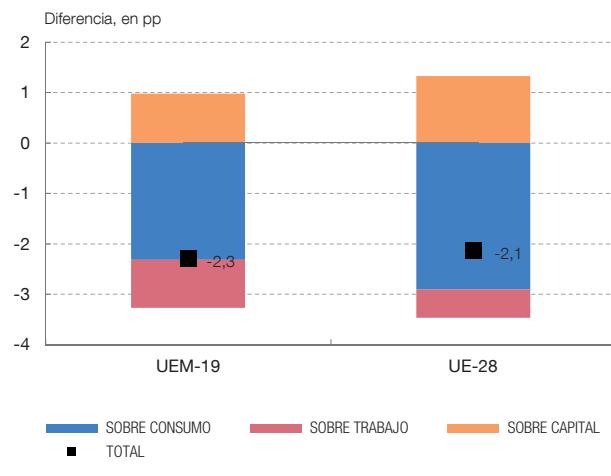
DIFERENCIAS ENTRE LA ESTRUCTURA IMPOSITIVA DE ESPAÑA Y LA MEDIA DE LA UEM O DE LA UE EN 2018 (a)

La recaudación impositiva en España, incluidos los ingresos por cotizaciones sociales, fue inferior a la del promedio de la UEM en más de 2 pp del PIB en 2018. En torno al 40 % de esa diferencia se explica por los menores ingresos del IVA, como consecuencia de la mayor proporción de bienes de consumo gravados al tipo reducido o superreducido. Los impuestos especiales representan en torno a un tercio de la diferencia.

1 DIFERENCIAS, POR FIGURA IMPOSITIVA



2 DIFERENCIAS, POR FUENTES DE IMPOSICIÓN EN PORCENTAJE DEL PIB



FUENTE: Eurostat 2020.

- a La recaudación impositiva se define como los ingresos totales por impuestos y contribuciones sociales (excluyendo las contribuciones imputadas), minorados por la recaudación incierta. La media en la UEM-19 y la UE-28 se calcula como la media aritmética de la recaudación de los países miembros.



deuda pública sobre el PIB podría reducirse de forma gradual durante el período, hasta situarse por debajo del 100 % a finales de 2030.

Para reconducir el endeudamiento de las AAPP a una senda coherente con el cumplimiento de los compromisos derivados del PEC, es necesario un programa de consolidación fiscal plurianual. A fin de reforzar su credibilidad y efectividad, sería conveniente que este programa se enmarcara dentro de una estrategia global que incluyera la introducción de reformas que aumenten la capacidad de crecimiento de la economía y permitan ampliar las bases impositivas. Esto ayudaría a que la consolidación presupuestaria se acometiera con el gradualismo necesario para acompañar una recuperación económica vigorosa²¹. Dicha estrategia debe vincular a todas las administraciones con competencias en el ámbito fiscal y articularse en torno a una definición detallada de los objetivos presupuestarios que se desean alcanzar (así como de los plazos y de las medidas que serán necesarios para su consecución). Además, este programa debería basarse en una previsión prudente de la evolución macroeconómica e incluir un plan riguroso de respuesta temprana ante posibles desviaciones con respecto a los objetivos establecidos. Por otro lado, un aspecto esencial de cualquier programa de consolidación presupuestaria

21 Véase Andrés *et al.* (2020).

es el relativo a la composición del ajuste en términos de las contribuciones de los distintos capítulos de ingresos y gastos, de modo que se traten de minimizar los efectos adversos sobre el crecimiento económico. Aunque no existe un único canon universalmente aceptado como óptimo en lo que respecta a la cuestión de la composición de los ingresos y gastos públicos, las comparaciones internacionales con las economías de nuestro entorno ofrecen un punto de partida útil.

Por el lado de los ingresos, existe margen para redefinir la cesta de impuestos, con objeto de que favorezca en mayor medida el crecimiento económico. La recaudación impositiva en España, incluidos los ingresos por cotizaciones sociales, es inferior a la del promedio de la UEM en unos 2 pp del PIB (véase gráfico 5.7)²². En torno al 40 % de esa diferencia se explica por los menores ingresos del IVA en España, consecuencia del mayor porcentaje de bienes de consumo tasados al tipo reducido o superreducido. Por su parte, la recaudación derivada del impuesto sobre sociedades y de los impuestos especiales representa, en ambos casos, en torno a un 30 % de la diferencia. En el caso de los impuestos especiales, la menor recaudación en nuestro país se debe, en gran medida, a la baja imposición sobre los hidrocarburos en España y, en menor medida, sobre el tabaco y el alcohol. Por su parte, el IRPF y las cotizaciones sociales no contribuyen significativamente a la brecha recaudatoria con la UEM, si bien es cierto que las cotizaciones sociales que recaen sobre los empleadores en España son superiores al promedio europeo. Finalmente, la imposición medioambiental, que incluye además de algunos impuestos especiales, como el de hidrocarburos o el de la electricidad, otros impuestos indirectos, como el de transporte, también se sitúa en España unos 0,8 pp por debajo del promedio de la UEM.

Un elemento distintivo de la fiscalidad española susceptible de reconsideración es el elevado nivel de beneficios fiscales. Estos beneficios, derivados de la presencia de numerosas exenciones, deducciones y tipos especiales reducidos, generan con frecuencia pérdidas importantes de recaudación y distorsionan la eficiencia y la equidad del sistema impositivo. Los resultados que arroje la segunda fase del proceso de revisión del gasto público que está llevando a cabo la AIReF, que incluye explícitamente el análisis de los beneficios fiscales, supondrán una contribución importante de cara a este proceso necesario de revisión integral de la eficiencia del sistema impositivo.

En la actualidad, está teniendo lugar la tramitación parlamentaria de los proyectos de ley para la introducción de dos nuevas figuras impositivas, que recaen, respectivamente, sobre algunas transacciones financieras y sobre la prestación de servicios digitales. Está previsto que el impuesto sobre las transacciones financieras grave con un tipo del 0,2 % el valor efectivo de las operaciones de adquisición, en el mercado bursátil secundario, de acciones de

22 Véase López-Rodríguez y García Ciria (2018).

sociedades españolas cuya capitalización supere los 1.000 millones de euros, con independencia tanto del lugar geográfico en el que se realice la compraventa como de la residencia fiscal de los intervenientes en ella. El impuesto sobre determinados servicios digitales gravaría con un tipo del 3 % el valor de las operaciones de prestación de tres tipos de servicios digitales (la inclusión de servicios de publicidad en una interfaz digital, la intermediación en operaciones comerciales entre usuarios y la transmisión de los datos recopilados sobre la actividad de los usuarios), siempre que la prestación corra a cargo de empresas con un volumen de facturación que supere los 750 millones de euros a escala global y los 3 millones de euros en España.

La capacidad recaudatoria de estas u otras nuevas figuras impositivas se verá condicionada, entre otros factores, por el grado de coordinación fiscal en estas áreas a escala internacional. El alto grado de integración internacional de nuestra economía, en un contexto en el que algunas bases imponibles pueden desplazarse con una relativa facilidad entre jurisdicciones, sugiere la conveniencia de alcanzar un cierto grado de coordinación con el resto de los países en la introducción de ciertos impuestos para evitar la aparición de desventajas competitivas y la deslocalización de ciertas tareas, con el consiguiente impacto negativo sobre la actividad económica desarrollada en nuestro país y, por tanto, sobre los ingresos fiscales. En el caso del nuevo impuesto sobre la prestación de servicios digitales, según recoge el proyecto de ley, las negociaciones actualmente en curso a escala internacional, bajo los auspicios de la OCDE, deberían servir para fijar unas condiciones comunes mínimas para una eventual introducción ordenada de esta figura impositiva, al menos en el ámbito de las principales económicas avanzadas, que se transpondrán a la legislación española una vez se aprueben. Este esfuerzo de coordinación internacional también es relevante de cara a otras herramientas impositivas que puedan recaer en otros ámbitos, como el de la fiscalidad medioambiental o el de determinadas actividades de algunas empresas multinacionales.

Por el lado del gasto, sería conveniente incrementar el peso relativo de aquellas partidas relacionadas con la acumulación de capital humano y tecnológico. Como ya se ha mencionado en el epígrafe 5.1.1, a pesar de que la inversión en capital humano y tecnológico es uno de los principales determinantes de la productividad y de la capacidad de crecimiento a largo plazo de una economía, el peso de estas partidas en la economía española, tanto desde la perspectiva del sector público como del sector privado, es reducido. En la medida en que la literatura económica ha documentado ampliamente el potencial que pueden tener los esfuerzos públicos en este ámbito para generar externalidades positivas y efectos multiplicadores sobre la capacidad de innovación del sector privado²³, resulta conveniente que la inversión pública desempeñe un papel catalizador para aumentar la movilización de recursos privados en esta área (véase recuadro 5.2). En este sentido, y teniendo en cuenta la

23 Véanse, entre otros, Fournier (2016) y Comisión Europea (2017).

necesidad de priorizar el uso de los recursos presupuestarios, sería deseable que se reforzase la inversión pública en innovación, especialmente en aquellos sectores y procesos en los que la complementariedad con la actividad del sector privado es más elevada. Este sería el caso, por ejemplo, en el ámbito de la digitalización de la economía o de la lucha contra el cambio climático²⁴.

Para hacer compatible una mayor dotación de recursos en determinadas áreas con la necesaria corrección de los desfases presupuestarios, resulta necesario establecer un mapa claro de prioridades y mejorar la eficiencia del gasto público en todas sus rúbricas. En los próximos años no solo será necesario incrementar el peso de ciertas partidas de la inversión pública y hacer frente a los retos que se derivan directamente de la pandemia de Covid-19, sino que también deberán abordarse otros importantes desafíos que ya existían antes de la crisis. Entre ellos cabe destacar el envejecimiento de la población (véase epígrafe 5.1.4) y el cambio climático y la transición hacia una economía más sostenible, que tendrán un impacto significativo sobre algunos gastos e ingresos públicos (véase sección 5.1.6). Como consecuencia del aumento previsible de la presión sobre los recursos públicos, la necesidad de acometer una consolidación fiscal hace indispensable mejorar la eficiencia en la vertiente del gasto y reducir aquellos recursos que no revistan un carácter prioritario a luz de las necesidades más relevantes de la economía y la sociedad españolas. Todo ello requiere de un ambicioso paquete de reformas estructurales y una evaluación continua y minuciosa de las políticas públicas que permita maximizar la eficiencia de unos recursos presupuestarios muy tensionados. En este sentido, las conclusiones de la primera fase de la revisión del gasto público que publicó la AIReF el año pasado ponen de manifiesto la existencia de un margen amplio para mejorar la eficiencia y la eficacia de componentes tan relevantes del gasto como el farmacéutico, las subvenciones o las políticas activas de empleo. Es importante que las recomendaciones ya emitidas por esa autoridad, junto con las que resulten de las siguientes fases del proceso de revisión actualmente en marcha, se tomen en cuenta cuanto antes en el proceso presupuestario.

5.1.4 El envejecimiento poblacional

El envejecimiento de la población es uno de los mayores desafíos que debe afrontar la economía española, desde una perspectiva tanto de largo como de corto plazo. La extraordinaria envergadura de este reto viene determinada no solo por la propia magnitud de los cambios demográficos que están en marcha, sino también por las numerosas implicaciones de estos cambios en términos de la capacidad de crecimiento de la economía, el mercado laboral y la política fiscal, entre otras dimensiones²⁵.

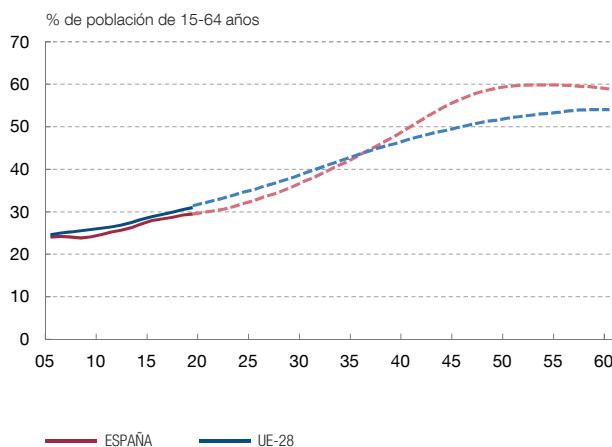
24 Véase Dechezlepretre y Popp (2015).

25 Véase Banco de España (2019b).

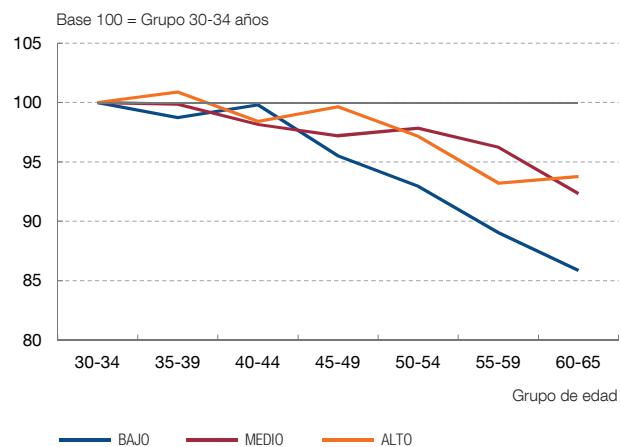
EL ENVEJECIMIENTO POBLACIONAL EN ESPAÑA

Según las proyecciones de Eurostat, en los próximos 25 años la tasa de dependencia aumentará en más de 25 pp en nuestro país, hasta el 56,1 %, el mayor incremento de los países de la UE. Las habilidades físicas y cognitivas de las personas se deterioran a lo largo del tiempo, lo que implica una merma de su productividad y una dificultad añadida a la hora de desempeñar determinadas tareas. Es fundamental reforzar el papel de las políticas activas de empleo y de la formación continua para este colectivo.

1 EVOLUCIÓN DE LA TASA DE DEPENDENCIA
(población +65 / población 15-64)



2 PUNTUACIÓN PIAAC EN MATEMÁTICAS, POR NIVEL EDUCATIVO (a)



FUENTES: Seguridad Social, Instituto Nacional de Estadística, Eurostat y PIAAC (OCDE 2013).

- a) El nivel bajo de educación corresponde a los estudios de ESO o inferiores, el medio a estudios superiores a ESO pero inferiores a los universitarios, y el nivel alto a los estudios universitarios y superiores. Las barras representan los coeficiente estimados de un indicador para cada uno de los grupos de edad 50-54, 55-59 y 60-65 de una regresión que incluye otras variables de control. La variable dependiente es el índice de uso de las habilidades en el trabajo. La regresión incluye sexo, nivel educativo y variables *dummy*: para el sector de actividad, para la ocupación y para cada grupo de edad.



Si bien el cambio demográfico es un reto que afecta a la mayor parte de las economías avanzadas, este proceso tendrá una especial incidencia en nuestro país. De acuerdo con los datos de Eurostat, en la actualidad la tasa de dependencia —que mide la ratio entre la población mayor de 65 años y la población de entre 15 y 64 años— se sitúa en el 29,5 % en España. Esta tasa es inferior en un 31,4 % a la del conjunto de la UE y a la de 16 de sus Estados miembros. Sin embargo, las proyecciones de este organismo muestran que, en los próximos 25 años, la tasa de dependencia aumentará en más de 25 pp en nuestro país, hasta el 56,1 % (véase gráfico 5.8.1). Según Eurostat, España será el país de la UE que sufrirá el mayor incremento en esta tasa y, en 2045, solo Italia, Grecia y Portugal presentarán una tasa de dependencia mayor que la española (la media europea se situará en el 49,8 %).

Entre los factores que explican el envejecimiento poblacional en España, destacan el aumento de la esperanza de vida y la caída de la tasa de fecundidad. España muestra una de las esperanzas de vida más altas a escala internacional. Concretamente, según los últimos datos de Eurostat, la esperanza de vida al nacer en nuestro país alcanzó los 83,5 años en 2018, por encima de los 81 años del

conjunto de la UE. Frente a este aspecto, claramente positivo, la tasa de fecundidad en nuestro país, de apenas 1,26 hijos por mujer en edad fértil, es muy baja en comparación con la de otros países de nuestro entorno. Dicha tasa se sitúa, además, muy lejos de la tasa de fecundidad deseada por las mujeres en edad fértil (de 1,96 hijos por mujer)²⁶. Esta evidencia apunta a la necesidad de analizar con detalle el papel que están desempeñando los distintos factores que condicionan la decisión de tener hijos y de valorar la conveniencia de introducir medidas adicionales que favorezcan la conciliación, incrementen el apoyo a las familias y aumenten las oportunidades en el mercado laboral, especialmente de las mujeres jóvenes con hijos, ya que son ellas las que, con frecuencia, resultan más afectadas económicamente por la decisión de ser madres²⁷.

El envejecimiento de la población presenta notables implicaciones en el ámbito de la política fiscal. Tanto los ingresos como los gastos públicos se verán extraordinariamente afectados en los próximos años como consecuencia del proceso de envejecimiento poblacional, un aspecto que debe tener presente cualquier política presupuestaria y estrategia de consolidación fiscal a medio plazo. Por lo que respecta a los ingresos públicos, la composición de las bases fiscales y, por lo tanto, la capacidad recaudatoria del sistema impositivo actual se verán muy afectadas por el cambio demográfico. Las decisiones de consumo, de ahorro y de inversión de los hogares varían sensiblemente a lo largo de su ciclo vital. De igual manera, se aprecian diferencias muy significativas en el nivel y en la composición de la renta y la riqueza de los individuos en función de su edad. En particular, el rendimiento de los activos acumulados previamente a través del ahorro suele suponer una mayor proporción de la renta en los hogares de más edad que en los hogares más jóvenes, cuyas rentas laborales tienen un mayor peso relativo. Dado que para muchos activos la fiscalidad del ahorro se sitúa por debajo de la del trabajo, este aspecto incidirá en una menor recaudación agregada como consecuencia del proceso de envejecimiento poblacional, siempre y cuando no se ajuste la estructura impositiva actual. Además, en la medida en que los ingresos de los hogares normalmente experimentan una caída al alcanzar la jubilación, la progresividad del IRPF también implicará menores ingresos fiscales²⁸.

El incremento de la longevidad y el inminente comienzo del proceso de jubilación de la generación del *baby boom* ejercerán una considerable presión al alza sobre las cuentas públicas. De acuerdo con los últimos datos publicados por Eurostat, correspondientes a 2018, el gasto en sanidad y en protección social en España, que incluye las transferencias asociadas a la jubilación, supervivencia e incapacidad, entre otras, alcanzó el 22,9 % del PIB ese año. El peso de estas partidas en el PIB se incrementará en los próximos años. Así, por ejemplo, el informe sobre envejecimiento

26 Véase [Encuesta de fecundidad, INE 2018](#).

27 Véase De Quinto *et al.* (2020).

28 Véase Ramos (2019).

de la Comisión Europea de 2018 proyecta que, en 2050, el gasto sanitario y en cuidados de larga duración superará en casi 2 pp del PIB el registrado en 2016²⁹.

La presión demográfica plantea la necesidad de introducir medidas adicionales para reforzar la sostenibilidad financiera del sistema público de pensiones.

Las decisiones recientes de revalorizar las prestaciones con el IPC y de suspender la aplicación del factor de sostenibilidad han supuesto, en la práctica, la revocación de dos importantes mecanismos de ajuste que permitían contrarrestar el impacto sobre el gasto en pensiones del incremento esperado de la tasa de dependencia en los próximos años³⁰. En este contexto, asegurar la viabilidad financiera del sistema público de pensiones exigirá un debate riguroso que aborde el nivel de prestaciones que debe proveer el sistema y cómo movilizar los recursos suficientes para sufragarlas. En la medida en que una mayor necesidad de recursos puede suponer un aumento de las cargas soportadas por las generaciones más jóvenes, presentes y futuras, este debate debería tener en cuenta no solo a las cohortes más cercanas a la edad de jubilación, sino también a las más jóvenes, y establecer unos parámetros básicos de equidad intergeneracional.

Sería conveniente reforzar el vínculo entre las contribuciones realizadas y las prestaciones recibidas, asegurando siempre un nivel de suficiencia para aquellos hogares con recursos más limitados. En general, el establecimiento de mecanismos automáticos de ajuste ayuda a estabilizar el sistema adaptándolo a los cambios demográficos y económicos. En este sentido, y precisamente para garantizar la sostenibilidad del sistema, varios países de la UE, como Alemania, Suecia, Italia o Portugal, ya han establecido un vínculo entre el nivel de las prestaciones o la edad de jubilación y la esperanza de vida, opciones que podría ser adecuado considerar en el caso español. Asimismo, debería valorarse si es conveniente fomentar el desarrollo de mecanismos de ahorro privado complementarios al sistema público, cuya implantación en España es muy limitada en comparación con la que se observa en otras economías del norte de Europa³¹.

El envejecimiento de la población también plantea retos muy relevantes en términos del crecimiento potencial de la economía a través de su impacto sobre el mercado laboral y la productividad de los trabajadores. La tasa de participación en el mercado de trabajo se reduce para edades cercanas a la de jubilación. Parte de este hecho se explica porque las habilidades físicas y cognitivas de las personas se deterioran a lo largo del tiempo, lo que implica una merma de su productividad y una dificultad añadida a la hora de desempeñar determinadas tareas (véase gráfico 5.8.2)³². Evitar este deterioro de la empleabilidad

29 Véase Comisión Europea (2018a).

30 Véase Arce (2019).

31 Véase OCDE (2019b).

32 Véase Anghel y Lacuesta (2020).

de los trabajadores a medida que envejecen y, por lo tanto, del potencial de crecimiento de la economía es especialmente importante en el contexto actual, en el que, además de profundos cambios demográficos, se está produciendo un proceso de transformación tecnológica muy intensa, que exige cada vez mayores competencias numéricas, habilidades en el uso de datos y la adopción de las tecnologías digitales. Para ello es fundamental reforzar el papel de las políticas activas de empleo y de la formación continua.

La prolongación de la vida laboral de los trabajadores de mayor edad también puede requerir cambios en las condiciones laborales. En particular, sería conveniente que las empresas trataran de impulsar el teletrabajo en aquellos casos en los que esta posibilidad es más accesible. De acuerdo con la evidencia disponible, esta opción, cuyo desarrollo se ha acelerado de forma muy significativa desde el estallido de la crisis sanitaria provocada por el Covid-19 (véase epígrafe 5.2), se percibe como más atractiva y se utiliza con más frecuencia precisamente por los trabajadores de mayor edad. También sería conveniente replantear las condiciones laborales de forma que se favorezcan las transiciones entre ocupaciones a lo largo de la carrera profesional de los trabajadores, pues se ha demostrado que estas ayudan a incrementar la productividad y permiten extender la permanencia en el mercado de trabajo³³.

Como muchos otros retos, el envejecimiento de la población también plantea nuevas oportunidades, que conviene no desaprovechar. En particular, el cambio demográfico ofrece posibilidades para el desarrollo de algunos sectores en el medio plazo, entre los que cabe destacar la salud, el ocio, el turismo, el inmobiliario y el financiero. En este sentido, España cuenta con una situación de partida favorable para competir en la provisión de servicios destinados a la población en tramos de edad avanzados —lo que se ha denominado la *silver economy*³⁴—, tanto por nuestras especiales condiciones geográficas y culturales como por el patrón de especialización sectorial que se ha desarrollado en los últimos años. El aprovechamiento de las nuevas oportunidades que se plantean en este ámbito exigirá ser ágiles, en lo que se refiere tanto al sector público como al sector privado, y perseguir mejoras continuas de la calidad y de la eficiencia en la provisión de los bienes y servicios que demanda una sociedad más envejecida.

5.1.5 La desigualdad

La crisis financiera global dio lugar a un aumento significativo de la desigualdad de la renta salarial en España. La fase de crecimiento económico robusto e ininterrumpido que se prolongó desde finales de 2013 hasta la irrupción de la

33 Véanse Instituto Nacional de Estadística (2020) y Hudomiet *et al.* (2020).

34 Véase Comisión Europea (2018b).

LA DESIGUALDAD DE RENTA EN ESPAÑA

A pesar de la disminución de la desigualdad de la renta de los últimos años, la sociedad y la economía españolas afrontan la crisis del Covid-19 con un nivel de partida en términos de desigualdad claramente superior al que se registraba a finales del anterior ciclo expansivo, previo a la crisis de 2008.

ÍNDICE GINI DE LA RENTA SALARIAL TOTAL DEL HOGAR Y DE OTRAS RENTAS DEL HOGAR (a)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (Encuesta de Condiciones de Vida).

a Otras rentas incluyen: rentas de autónomos, rentas de capital, rentas de los menores de 16 años, vejez y supervivencia, resto de prestaciones sociales, prestaciones por desempleo y transferencias de otros hogares.



pandemia hace unos meses permitió la creación de casi 3 millones de puestos de trabajo y una notable reducción de la tasa de paro, lo que contribuyó significativamente a moderar la desigualdad de la renta en nuestro país. No obstante, la mejora en los principales indicadores de desigualdad ha sido relativamente limitada, de forma que la sociedad y la economía españolas enfrentan la crisis del Covid-19 con un nivel de partida en términos de desigualdad claramente por encima del que se registraba a finales del anterior ciclo expansivo previo a la crisis de 2008 (véase gráfico 5.9).

Entre los colectivos más afectados por el aumento de la desigualdad, destacan los jóvenes. Así, por ejemplo, en 2018 el nivel de renta de los menores de 35 años aún se encontraba un 20 % por debajo de su nivel en 2007. Esto ha sido consecuencia, fundamentalmente, de la reducción en la duración media de sus contratos temporales, excesivamente frecuentes en este colectivo, y del aumento en el grado de parcialidad, en muchos casos involuntaria³⁵.

La crisis del Covid-19 está incidiendo con mayor intensidad sobre los colectivos más vulnerables, lo que previsiblemente supondrá un deterioro adicional en los niveles de desigualdad. Tanto en España como en otros países de nuestro

35 Véase Puente y Regil (2020).

entorno se ha documentado que, entre la población ocupada en los sectores más afectados por las medidas de distanciamiento social que se han implementado para contener la pandemia, la proporción de mujeres, de jóvenes y de colectivos con menos formación, menos renta, escasa experiencia y contratos temporales es especialmente elevada. En España, en estos sectores hay, además, un porcentaje más elevado de ocupados con activos financieros reducidos con los que poder hacer frente a una caída de los ingresos laborales (véase recuadro 4.2)³⁶.

Junto con los jóvenes, las mujeres son otro de los grupos que más se están viendo afectados por la crisis. En una encuesta llevada a cabo en mayo en nuestro país se observó que, al contrario que en la crisis económica anterior, desde el comienzo de esta crisis el 11 % de las mujeres había perdido su empleo, frente al 8 % de los hombres. El porcentaje de mujeres afectadas por un ERTE (un 25 %) también era superior al de los hombres (un 19 %)³⁷. Por otro lado, las mujeres dedican, en media, más tiempo que los hombres al cuidado de los hijos. En este sentido, hay que tener en cuenta que la brecha salarial de género se empieza a detectar precisamente en el momento en el que empieza el cuidado del primer hijo, y persiste en el tiempo³⁸.

En este contexto, es fundamental desplegar medidas de apoyo para proteger a los colectivos más afectados. Como ya se ha discutido en otras partes de este Informe, un objetivo fundamental de la política económica en la coyuntura actual es evitar que la perturbación eminentemente transitoria provocada por la pandemia de Covid-19 acabe teniendo efectos permanentes sobre la economía. La consecución satisfactoria de dicho objetivo pasa, ineludiblemente, por abordar los efectos adversos que esta crisis puede provocar sobre la actividad a través de un aumento excesivo de la desigualdad. En este sentido, una abundante evidencia empírica apunta a que unos niveles de desigualdad demasiado elevados pueden incidir negativamente, y de forma permanente, no solo en el grado de cohesión social, sino también en las decisiones de gasto, inversión y acumulación de capital humano del conjunto de la economía. En otras palabras, con frecuencia una desigualdad excesiva supone un lastre para el crecimiento económico y su sostenibilidad³⁹.

Las medidas de protección del empleo y de apoyo a las rentas de los hogares que ha activado el Gobierno en respuesta a esta crisis contribuirán a reducir la vulnerabilidad de los hogares más afectados por ella (véase epígrafe 4.3). En la medida en que algunos de los efectos adversos de esta crisis se extiendan en el tiempo, parece apropiado mantener algunas de estas medidas de apoyo al empleo y a las rentas de los hogares más vulnerables durante un horizonte más amplio que el previsto inicialmente. No obstante, a la hora de implementar una eventual extensión

36 Véase Adams-Prassl *et al.* (2020) para el Reino Unido.

37 Véase Farré *et al.* (2020).

38 Véase De Quinto *et al.* (2020).

39 Véase Banerjee y Duflo (2003).

de estas actuaciones es fundamental que se mantenga tanto el carácter focalizado de estas como su enfoque temporal. En este sentido, debería evitarse que dichas medidas de apoyo acaben retrasando de forma ineficiente los ajustes estructurales que deban producirse en algunos sectores o empresas (por ejemplo, en el caso de los ERTE) o distorsionando permanentemente las decisiones de participación en el mercado laboral de algunos colectivos (por ejemplo, en el caso de algunos subsidios).

Con un carácter más permanente, el ingreso mínimo vital (IMV) aprobado recientemente puede constituir una herramienta útil para reducir el nivel de pobreza extrema de colectivos con dificultades estructurales especiales. Para ello, al igual que con cualquier otra actuación de política económica, será fundamental cómo se aplique esta medida en la práctica, que deberá ir acompañada de un seguimiento continuo y riguroso de su funcionamiento, de su coste y del grado de consecución de los objetivos perseguidos. En particular, en estos momentos resulta relevante valorar cómo puede solaparse este instrumento con otras ayudas ya dispuestas a escala central, regional y local, a efectos de asegurar la eficiencia en el uso de los recursos públicos en el conjunto de las administraciones. También habrá que precisar si los requisitos de elegibilidad establecidos en el diseño actual (como aquellos relativos a la necesidad de estar registrado en el Servicio Público de Empleo Estatal) excluyen de la ayuda a algunos colectivos vulnerables, o si otros requisitos pueden recalibrarse para proporcionar una imagen más fiel del verdadero grado de necesidad de los beneficiarios, como en el caso de los umbrales al patrimonio, que posiblemente deberían incluir algún tipo de requisito de información acerca del nivel de endeudamiento del solicitante. Además, conviene vigilar estrechamente la posibilidad de que este instrumento, al ser una transferencia permanente, pueda acabar provocando algunos efectos indeseados (por ejemplo, en términos de la capacidad futura de los beneficiarios de generar ingresos o de un posible desplazamiento de algunas actividades económicas a sectores informales). En este sentido, será necesario evaluar, como recoge el real decreto-ley, la efectividad de algunas de las medidas previstas para evitar esos efectos no deseados, como el mantenimiento temporal de al menos una parte de la cuantía subsidiada cuando el beneficiario encuentra trabajo.

En todo caso, el IMV no suple el papel de otras herramientas que pueden actuar como estabilizadores automáticos y amortiguar, con carácter general, las perturbaciones negativas de renta de los hogares. Así, por ejemplo, en situaciones de crisis como la actual, es probable que haya colectivos afectados muy negativamente, pero que no satisfagan las condiciones de acceso al IMV. Por ejemplo, para aquellos desempleados que vayan agotando los subsidios de desempleo, pero que no cumplen los requisitos para acceder al IMV, podría ser necesario aprobar extensiones adicionales de estos estabilizadores automáticos, con la posibilidad de permitir una cierta compatibilidad con el trabajo durante los primeros meses después de haberlo recuperado.

La reducción de los efectos negativos de la desigualdad no solo requiere políticas de apoyo a las rentas de los colectivos más desfavorecidos, sino que también exige actuaciones en dimensiones muy diversas. En particular, en la medida en que uno de los principales factores que explican la vulnerabilidad de los jóvenes es la excesiva temporalidad en el mercado laboral y la marcada dualidad entre trabajadores fijos y temporales, es necesario revisar la regulación del mercado de trabajo en línea con las propuestas planteadas en el epígrafe 5.1.2. Un área relevante en la que las consideraciones de equidad deben tenerse en cuenta es el relativo a las eventuales reformas del sistema público de pensiones, que se han comentado en el epígrafe 5.1.4. En particular, los cambios que puedan introducirse en el sistema deben diseñarse de modo que tanto los costes como los beneficios que generen se repartan equitativamente entre las cohortes que actualmente son beneficiarias del sistema y las generaciones más jóvenes.

Otro ámbito en el que se debe actuar es el relativo a las condiciones de acceso a la vivienda. En los últimos años, estas condiciones se han endurecido tanto en el caso de la vivienda en propiedad como, en particular, en el de la vivienda en alquiler⁴⁰. Este fenómeno tiene una especial incidencia en colectivos vulnerables, como los jóvenes, y puede influir negativamente en algunos aspectos tan relevantes como el ritmo de creación de nuevos hogares, la tasa de fertilidad o las decisiones de movilidad geográfica. De nuevo, algunas de las deficiencias ya referidas del mercado laboral español habrían influido en esta dinámica observada en el mercado de la vivienda, a la que también habría contribuido el aumento muy significativo del precio del alquiler en los últimos años, y que ha sido particularmente elevado en determinadas ciudades y regiones que han experimentado fuertes incrementos de la demanda⁴¹. En este contexto, se debe dar prioridad a aquellas políticas públicas dirigidas a favorecer un incremento sostenido de la oferta de vivienda de alquiler⁴². Del mismo modo, es conveniente disponer de un marco regulatorio estable que garantice la seguridad jurídica, con el fin de que los propietarios de inmuebles encuentren los incentivos adecuados para ofertar sus propiedades en el mercado de alquiler.

5.1.6 La transición hacia una economía más sostenible

El cambio climático y la transición hacia una economía más sostenible es uno de los principales desafíos a los que ya se enfrenta nuestra sociedad. Este reto, verdaderamente global, alcanza a todos los agentes sociales y económicos, y requiere una profunda transformación de los métodos de producción y de los hábitos de consumo.

40 Véase López-Rodríguez y Matea (2019).

41 Véase Álvarez y García-Posada (2019).

42 Véase López-Rodríguez y Matea (2020).

En los últimos años, tanto la UE como España se han posicionado activamente en la lucha contra el cambio climático y, en particular, en favor de la implementación del Acuerdo de París⁴³. A finales de 2019, la Comisión Europea presentó el Pacto Verde Europeo⁴⁴, que incluye un amplio paquete de medidas para alcanzar la neutralidad climática de la UE en 2050 e incrementan el objetivo de reducción de emisiones para 2030. Además, la UE ha venido desempeñando un papel de liderazgo en la búsqueda de una acción coordinada a escala internacional que haga frente al cambio climático. Por lo que respecta a España, el pasado mes de mayo el Gobierno envió a las Cortes el primer proyecto de Ley de Cambio Climático y Transición Energética. Como en el caso europeo, este proyecto establece unos objetivos medioambientales ambiciosos. En particular, el plan aspira a que, en 2030, se alcance una reducción del 20 % de las emisiones de gases de efecto invernadero respecto del nivel de 1990 (lo que supone una disminución del 33 % respecto del nivel de 2017), una mejora del 35 % en la eficiencia energética y un peso de las energías renovables en el consumo total de energía final del 35 %. A más largo plazo, el propósito es lograr la neutralidad climática no más tarde de 2050 y que el sistema eléctrico sea 100 % renovable.

Alcanzar estos objetivos exigirá desplegar una estrategia integral y coordinada a escala internacional. Esta estrategia debe tratar de facilitar la inversión en tecnologías menos contaminantes, evitar la incertidumbre regulatoria, y minimizar los riesgos de deslocalización de la actividad y los costes de adaptación. De acuerdo con algunos estudios, la sociedad española parece estar mayoritariamente concienciada de los riesgos de no actuar de forma inmediata en la lucha contra el cambio climático y dispuesta a asumir ciertos costes que puedan derivarse de estas actuaciones⁴⁵.

La política fiscal puede y debe desempeñar un papel preeminente en la gestión de la transición hacia una economía más sostenible. Son los gobiernos y los parlamentos, depositarios de la voluntad popular, los que tienen la legitimidad necesaria para marcar la senda de este proceso de transformación. Y cuentan, además, con los instrumentos más adecuados para implementarla. En efecto, el establecimiento y la calibración de impuestos y subvenciones de forma que se igualen los costes marginales privados y sociales es la manera más eficiente de que los agentes económicos internalicen el impacto medioambiental que generan sus actividades. En este sentido, la fiscalidad medioambiental debe reservarse el papel central para afrontar los retos del cambio climático.

Esta es la dirección a la que apuntan diversas iniciativas que se encuentran en discusión. Así, por ejemplo, la principal herramienta que se contempla en el

43 Este acuerdo persigue evitar que el calentamiento global sea superior a 2 grados centígrados desde los niveles preindustriales y aumentar los esfuerzos para limitarlo a alrededor de 1,5 grados.

44 Véase «[Un Pacto Verde Europeo](#)» (Comisión Europea).

45 Véase Lázaro-Touza *et al.* (2019).

Pacto Verde Europeo para lograr los objetivos propuestos es el Sistema de Comercio de Emisiones (SCE), con el que se pretende establecer un precio para los derechos de emisión que desincentive el uso del carbono en favor de energías menos contaminantes. En 2019, el precio de estos derechos se mantuvo en niveles todavía muy alejados de las referencias que algunos organismos consideran apropiadas para alcanzar los objetivos del Acuerdo de París. Con el propósito de tratar de cerrar esta brecha, el Pacto Verde Europeo extiende el SCE a más sectores de la economía, como el transporte, el sector marítimo y la construcción, y reduce a mayor ritmo el volumen de emisiones permitidas dentro del sistema. Como complemento al sistema de emisiones, la Comisión también ha propuesto la introducción de un ajuste en frontera del coste del carbono para evitar que las empresas trasladen su producción a países con una normativa medioambiental menos exigente. Otras iniciativas van orientadas a reducir las emisiones en el sector del transporte, eliminando las subvenciones al empleo de combustibles fósiles y endureciendo la normativa en materia de contaminación de los automóviles, así como a promover el reciclaje y la innovación en tecnologías limpias. En todo caso, conviene destacar que, en materia de imposición medioambiental, existen en la actualidad notables diferencias nacionales dentro de la UE, tanto en la tipología como en el alcance de los instrumentos utilizados. De cara al futuro, sería conveniente incrementar el grado de armonización europeo en el uso de la imposición medioambiental.

El papel de la política fiscal en la lucha contra el cambio climático no se reduce exclusivamente al ámbito impositivo: incrementar la inversión pública será fundamental. Así, por ejemplo, aunque el Pacto Verde Europeo pretende movilizar inversiones por importe de un billón de euros en diez años (aproximadamente, un 0,5 % del PIB europeo por año), las estimaciones de la propia Comisión Europea sugieren que alcanzar los objetivos climáticos de la UE aún requeriría una inversión anual adicional equivalente al 1,5 % del PIB europeo. Como ya se ha mencionado en los epígrafes 5.1.1 y 5.1.3, es precisamente en proyectos de innovación, como los relacionados con el desarrollo de nuevas tecnologías más limpias y eficientes, y en períodos de incertidumbre, como el actual, cuando la inversión pública debe desempeñar un papel catalizador, que es susceptible de generar importantes efectos de arrastre y externalidades positivas tanto sobre la inversión del sector privado como sobre el potencial de crecimiento del conjunto de la economía.

Algunos instrumentos de la política fiscal también podrían utilizarse para compensar a aquellos agentes que pueden verse negativamente afectados en este proceso de transición ecológica. La política económica debe reconocer que, en la transición hacia una economía más sostenible, habrá grupos poblacionales, regiones y sectores cuyo bienestar se verá inevitablemente reducido, al menos en el corto plazo. En particular, es evidente que alcanzar los objetivos climáticos requerirá esfuerzos muy diferentes para las distintas ramas de actividad. En este sentido, es fundamental que se identifiquen adecuadamente aquellos agentes o sectores que presentan una mayor vulnerabilidad ante las medidas dispuestas para afrontar el

cambio climático, y que se implementen políticas efectivas y eficientes para mitigar los posibles efectos negativos sobre estos colectivos. Una posibilidad sería utilizar los ingresos obtenidos mediante los impuestos medioambientales ya mencionados para facilitar el proceso de ajuste en el corto plazo de dichos colectivos.

El sector financiero está llamado también a desempeñar un papel fundamental en el proceso de transición hacia una economía más sostenible. Para ello, es crucial que el sector incorpore en su proceso de toma de decisiones todos los riesgos asociados al cambio climático, tanto los físicos como los de transición, y que identifique las oportunidades que se abren en este proceso de transformación. Solo valorando adecuadamente estos riesgos y oportunidades podrá el sector financiero contribuir al traspase ágil y eficiente de recursos entre ahorradores, sectores y empresas que requiere la transición hacia una economía más sostenible.

Los supervisores han de asegurarse de que las entidades valoran correctamente los riesgos asociados al cambio climático y los incorporan en la gestión de sus carteras. En esta dirección se están desarrollando múltiples iniciativas⁴⁶. En particular, están elaborándose unas guías supervisoras que homogeneícen la aproximación que hacen las distintas entidades al tratamiento de estos riesgos. Muchos supervisores (entre ellos, el Banco de España) están desarrollando también pruebas de resistencia medioambientales, con la intención de introducirlas en los próximos años y de analizar las implicaciones para las entidades financieras de distintos escenarios que impliquen cambios en la estructura de la economía.

Las entidades de crédito españolas presentan una exposición moderada a las ramas de actividad potencialmente más afectadas por los riesgos de transición⁴⁷. En particular, el crédito concedido por las entidades españolas a estas ramas representa alrededor del 24 % de su cartera de préstamos a actividades productivas (véase gráfico 5.10.1). Desde la crisis financiera global, la tasa de morosidad en estas ramas ha sido inferior a la observada en el resto de los sectores productivos (véase gráfico 5.10.2). En parte, esto sería consecuencia de que algunas de las ramas más expuestas a los riesgos de transición presentan unos beneficios unitarios por encima de la media. En la medida en que, como parte del proceso de transición hacia una economía más sostenible, estas ramas se vean obligadas a internalizar los costes medioambientales que generan, dichos sectores podrían ver

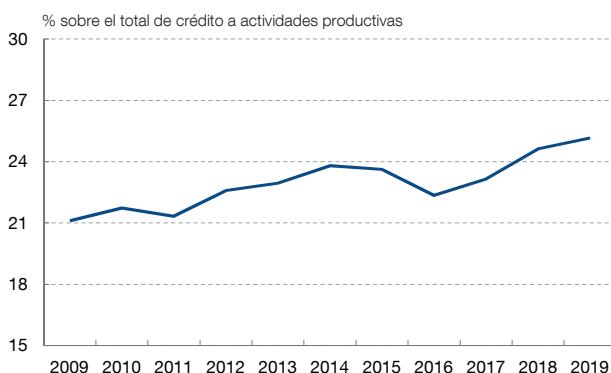
46 Véanse Banco de España (2019b) y Delgado (2019) para un análisis reciente de las implicaciones del cambio climático para el sistema financiero y de las iniciativas de los reguladores financieros en esta área.

47 Se incluyen en esta categoría aquellas ramas de actividad cuyas emisiones anuales de CO₂ superan los 0,11 kilos por euro de valor añadido. En este grupo se encuentran varias ramas de transporte, la producción de energía eléctrica, el refino de petróleo, la industria química, la metalurgia, la fabricación de productos no metálicos, papel, madera, alimentación, textil y agricultura. En conjunto, estas ramas representan un 20 % del valor añadido de la economía española y un 18 % del empleo. Es importante reseñar que no todas las empresas dentro de estas ramas son igualmente contaminantes.

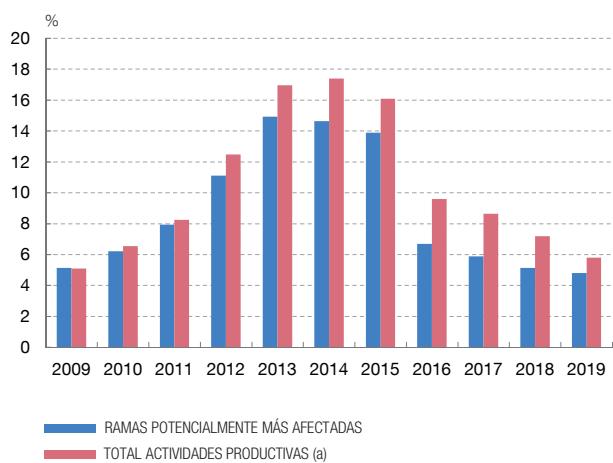
EL SISTEMA BANCARIO Y LOS RIESGOS ASOCIADOS AL CAMBIO CLIMÁTICO

El crédito concedido por las entidades españolas a las ramas de actividad potencialmente más afectadas por los riesgos de transición representa alrededor del 24 % de su cartera de préstamos a actividades productivas. Además, la tasa de morosidad en estas ramas de actividad ha sido, desde la crisis financiera global, inferior a la observada en el resto de los sectores productivos.

1 EXPOSICIÓN DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL A LAS RAMAS DE ACTIVIDAD POTENCIALMENTE MÁS AFECTADAS POR LOS RIESGOS DE TRANSICIÓN ENERGÉTICA



2 RATIO DE MOROSIDAD SEGÚN LA SENSIBILIDAD DE LAS RAMAS DE ACTIVIDAD A LOS RIESGOS DE TRANSICIÓN ENERGÉTICA



FUENTE: Banco de España.

a Excluyendo las ramas de construcción y promoción inmobiliaria.



reducido ese diferencial de rentabilidad, al tiempo que aumentaría su riesgo percibido de crédito y de mercado en relación con el de otras ramas de actividad. Las entidades de crédito deberán tener estas consideraciones en cuenta.

Los supervisores también deberán colaborar en el desarrollo de la infraestructura de los mercados de capitales que demanda la transición hacia una economía más sostenible medioambientalmente. El objetivo es que estos mercados dispongan de los instrumentos necesarios para poder complementar a las entidades de crédito en el enorme proceso de reasignación de financiación entre sectores y empresas que implica la transición ecológica. En este sentido, cabe reseñar que los mercados financieros están desarrollando progresivamente instrumentos de financiación ligados a la denominada «economía verde». En la actualidad, la demanda por parte de los inversores de este tipo de productos es superior a la oferta disponible, lo que ha contribuido a que estos instrumentos disfruten de una cierta «prima verde». En colaboración con otras instituciones y con los propios participantes en los mercados financieros, los supervisores deben contribuir al desarrollo y armonización internacional de una taxonomía, suficientemente dinámica y detallada, que aporte transparencia acerca de las actividades (y productos) que contribuyen a la transición hacia una economía baja en carbono y de aquellas que están más expuestas a los riesgos del cambio

climático. En este sentido, el desarrollo de la Taxonomía de la UE para actividades sostenibles, cuya entrada en vigor se producirá próximamente, constituye un hito muy notable, fruto de la cooperación entre un amplio abanico de instituciones y participantes en los mercados financieros, para el avance de los productos de financiación «verde» de cara al futuro⁴⁸. Asimismo, los supervisores deben desempeñar un papel activo en las iniciativas en curso que persiguen desarrollar un marco robusto e internacionalmente consistente para la divulgación de información financiera relacionada con cuestiones climáticas.

La regulación financiera y la política monetaria también podrían contribuir a la transición hacia una economía más sostenible, pero solo en la medida en que esto no interfiera en el cumplimiento de los objetivos primarios de estas políticas. Se ha planteado la posibilidad de que los bancos centrales, en el marco de la regulación financiera y de la política monetaria, desempeñen un papel más proactivo en la transición hacia una economía más sostenible, ya sea penalizando a los sectores o iniciativas más contaminantes (*browning*) o favoreciendo a sus equivalentes más limpios (*greening*). Sin embargo, la inclusión explícita de aspectos medioambientales en la conducción de estas políticas debería estar justificada por el hecho de que exista un diferencial de riesgo bien identificado entre distintos tipos de actividades (y los activos correspondientes) según su mayor o menor sensibilidad medioambiental, o porque estas actividades generen un comportamiento asimétrico de las dinámicas de precios agregados. Estas consideraciones, entre otras, se están teniendo en cuenta en la actualidad en la revisión estratégica de la política monetaria del Eurosistema. En cualquier caso, mientras se avanza en esta revisión, el Banco de España ha aprobado ya la incorporación de los criterios de sostenibilidad y responsabilidad a la política de inversión de la cartera de reservas que gestiona y, dentro de su mandato, ha venido incrementando progresivamente su cartera propia de bonos verdes. Además, el Banco de España es uno de los miembros fundadores del fondo de inversión verde que ha constituido el Banco de Pagos Internacionales de Basilea.

5.2 Nuevas realidades económicas tras el Covid-19

Además de incrementar la magnitud de algunos retos ya preexistentes en la economía española, la crisis actual también plantea nuevos desafíos. En particular, esta crisis ha aflorado algunas vulnerabilidades vinculadas a la notable fragmentación internacional de los procesos producción a través de las llamadas «cadenas globales de valor» (CGV), uno de los fundamentos del proceso de globalización en el que la economía mundial ha estado inmersa en las últimas décadas. Asimismo, la crisis sanitaria ha provocado algunos cambios importantes en el patrón de comportamiento de los agentes, como, por ejemplo, en lo relativo a los hábitos de consumo de los hogares y a la organización del trabajo dentro de las

48 Véase [EU taxonomy for sustainable activities](#).

LA CRISIS DEL COVID-19 PUEDE PROVOCAR TRANSFORMACIONES EN LAS ECONOMÍAS EN ASPECTOS COMO:

Las preferencias de los consumidores

Las organizaciones dentro de las empresas

LA CRISIS DEL COVID-19 TAMBIÉN PODRÍA ACELERAR DOS PROCESOS QUE YA ESTÁN EN MARCHA:

Límites a la globalización y consiguiente reducción de los intercambios comerciales

Intensificación del uso de las tecnologías de la comunicación

En el corto plazo, la disruptión de los procesos productivos y de las cadenas de valor ha contraído el comercio mundial

Su implantación ha mitigado los efectos negativos de las medidas de confinamiento sobre la actividad

En el medio plazo, las empresas pueden cambiar su estrategia de producción global para evitar riesgos en la cadena de suministro

El teletrabajo aumenta la flexibilidad en la provisión de servicios

- Localización más próxima a su producción
- Diversificación geográfica de los proveedores
- Acumulación de inventarios

El grado de protección que adopten los países en sus políticas comerciales será fundamental en estos cambios de la estructura productiva global

En España, hasta un 30 % de los ocupados podrían teletrabajar, al menos ocasionalmente

Para España, esta evolución será vital en sectores muy integrados internacionalmente, como el del automóvil (12 % del total de las exportaciones)

El comercio electrónico tiene potenciales efectos positivos sobre la competencia y los precios

FUENTE: Banco de España.

empresas, que podrían modificar significativamente el ritmo de avance futuro del proceso de digitalización de la economía. La respuesta que se dé a estas nuevas vulnerabilidades y el grado de permanencia de los cambios que se han observado recientemente en el comportamiento de los agentes podrían tener implicaciones muy importantes sobre el desarrollo de la actividad económica en el medio y largo plazo, no solo para nuestro país, sino también a escala global (véase esquema 5.1).

La crisis del Covid-19 ha puesto de manifiesto algunas de las vulnerabilidades asociadas al proceso de globalización. A lo largo de las últimas décadas, en el marco de un entorno regulatorio favorable, las empresas han tendido a reubicar parte de su producción en otros países y a proveerse de insumos en los mercados internacionales, persiguiendo ahorros de costes y ganancias de eficiencia. De esta

forma, en la actualidad, las CGV representan casi la mitad de todo el comercio mundial⁴⁹. Al mismo tiempo, con el objeto de aprovechar al máximo las asimetrías en el patrón de especialización productiva de las diferentes economías, la producción de determinados bienes finales también se ha deslocalizado de forma significativa, y en algunos casos se ha concentrado en unos pocos proveedores internacionales. En un entorno productivo y comercial como el descrito, y en un marco de gobernanza global incompleto como el expuesto en la sección 3.2, la irrupción de la crisis sanitaria ha evidenciado algunas fricciones que afectan al adecuado funcionamiento de las economías nacionales. Estas fricciones estarían ligadas a la extraordinaria dependencia de muchas economías y sectores de los flujos comerciales internacionales de cara a mantener la producción nacional en determinadas ramas de actividad o a satisfacer la demanda interna de algunos productos. Concretamente, a raíz de la pandemia se han registrado importantes disruptiones en las cadenas globales de suministro, que han condicionado la producción en industrias como la del automóvil, muy relevantes para la economía española y la europea. Asimismo, en muchos países se han observado algunas carencias importantes para satisfacer unos niveles mínimos de demanda interna en el caso de determinados bienes de consumo esencial y de material sanitario.

No es descartable que, a la vista de estas vulnerabilidades, algunas autoridades nacionales traten de reducir su dependencia de los insumos y bienes finales importados en el futuro y de potenciar la industria nacional en determinados sectores. Del mismo modo, aun a costa de una cierta pérdida de eficiencia, determinadas empresas podrían optar por trasladar algunas fases de la producción a la propia matriz o a localizaciones más próximas, aprovisionarse en mayor medida en el mercado interno o en el ámbito regional, como, por ejemplo, en el marco de la Unión Europea, diversificar sus fuentes de insumos o acumular mayores inventarios para evitar riesgos en la cadena de suministro. Una generalización de algunas de las estrategias dirigidas a reforzar la producción nacional contribuiría a ralentizar aún más el proceso de globalización de la economía mundial, en línea con lo observado en los últimos años como consecuencia, en gran medida, de la reaparición de tendencias proteccionistas en algunas de las grandes economías mundiales.

Resulta difícil anticipar el grado de permanencia e intensidad de estas tendencias globales y su impacto sobre la economía española, pero sería deseable planificar una estrategia, idealmente, en el contexto europeo, que permita hacer frente a los potenciales desarrollos que se produzcan en este ámbito. Conviene resaltar que, desde la crisis financiera global, el peso de las exportaciones españolas en el PIB ha aumentado en casi 10 pp. Aunque esta dinámica debe interpretarse como una muestra de fortaleza y competitividad de nuestra economía, el mayor grado de apertura actual también puede constituir una fuente de vulnerabilidad en una hipotética

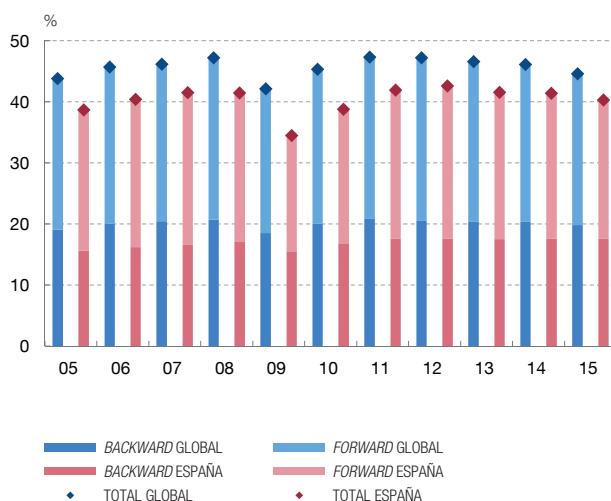
49 Véase Banco Mundial (2020).

Gráfico 5.11

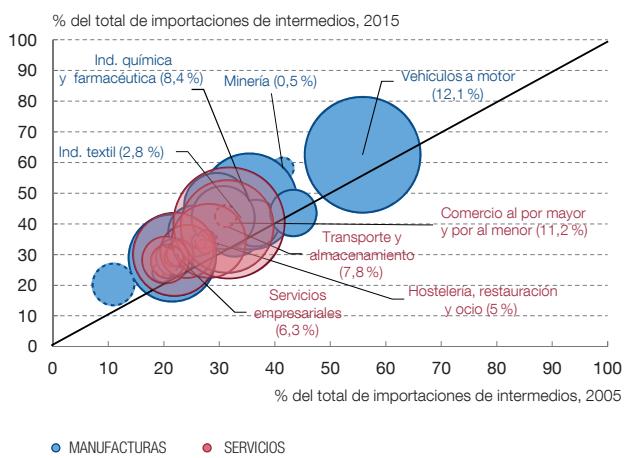
EVOLUCIÓN RECENTE DE LAS CADENAS GLOBALES DE VALOR

La participación en las cadenas globales de valor (CGV) se mide como el porcentaje de valor añadido sobre el total de las exportaciones que cruza al menos dos fronteras internacionales. La participación *backward* captura el peso del valor añadido foráneo y la participación *forward* es el porcentaje de valor añadido interno que el importador directo incorporará, a su vez, en sus exportaciones. El panel 2 ilustra la evolución del porcentaje de los insumos importados por parte de un sector que son reexportados tras alguna transformación en la economía española. Se compara el año 2005 con el año 2015 y se observa un aumento generalizado en todas las ramas. El tamaño de la burbuja refleja el peso del sector sobre el total de las exportaciones de España.

1 PARTICIPACIÓN EN LAS CADENAS GLOBALES DE VALOR A ESCALA GLOBAL Y DE ESPAÑA



2 IMPORTACIONES DE INSUMOS INTERMEDIOS INCORPORADOS EN LAS EXPORTACIONES



FUENTES: OCDE, Trade in Value Added (TIVA) - diciembre de 2018.



coyuntura en la que se produjera una fuerte desaceleración del comercio internacional o un retroceso intenso de las CGV. El impacto de semejante escenario sería, probablemente, muy heterogéneo por sectores, en la medida en que hay grandes diferencias en cuanto a la vocación exportadora, a la participación en las CGV y al contenido importado de cada una de las ramas de la economía (véase gráfico 5.11). Entre los sectores más expuestos estaría el del automóvil, que supone un 12 % de las exportaciones españolas y es uno de los sectores más integrados en el comercio internacional. En cambio, dentro de las ramas de servicios, los servicios empresariales o el sector de la hostelería y restauración, que representan el 5 % y el 6 % respectivamente de las exportaciones, tienen una participación en las CGV relativamente más baja. En cualquier caso, estas últimas ramas serán muy sensibles a la mayor o menor recuperación que experimente la demanda mundial tras el Covid-19.

La crisis del Covid-19 también podría alterar significativamente el proceso de digitalización en el que han estado inmersas la economía y la sociedad a escala mundial en los últimos años. Es indudable que la conectividad entre hogares, AAPP y empresas a través de Internet ha sido una herramienta clave en los últimos meses para reducir el impacto de las medidas de contención de la pandemia

adoptadas en la mayoría de los países. Esto ha sido especialmente evidente en el ámbito laboral, donde se ha intensificado sensiblemente el recurso al teletrabajo, en el del comercio y el ocio, con la expansión de los canales *online*, y en el educativo, donde ha sido posible pasar de la docencia presencial a la virtual en un corto espacio de tiempo para millones de estudiantes que habían visto suspendida la asistencia a sus centros escolares y universitarios. Algunas de estas tendencias podrían revelarse como permanentes, e incluso acelerarse, en el medio plazo, especialmente aquellas que pueden llevar aparejadas mejoras en la productividad o ahorros de costes significativos.

Existe potencial para una mayor implantación del teletrabajo en España, pero esta opción no será igualmente accesible para todos los colectivos de trabajadores. El grado de utilización del teletrabajo en nuestro país es todavía reducido en comparación con el que se observa en otras economías europeas. Así, mientras que, en 2018, un 13,5 % de los ocupados de entre 15 y 64 años trabajaba a distancia en la UE-28, esta ratio solo alcanzaba el 7,5 % en España. En este sentido, la evidencia analizada en el recuadro 5.3 apunta a que, cuando se tienen en cuenta las características intrínsecas de cada ocupación, aproximadamente un 30 % de los ocupados podría teletrabajar, al menos ocasionalmente. No obstante, esta evidencia también revela que los trabajadores con menor nivel educativo y los vinculados a actividades más elementales tendrían mayores dificultades para beneficiarse de esta forma de trabajar, aspecto que sería deseable que se tuviera en cuenta en el diseño e implementación de las políticas activas de empleo.

El fomento de esta forma de trabajo exigirá, no obstante, potenciar sus aspectos positivos y tratar de mitigar sus posibles inconvenientes. Es fundamental tener en cuenta que la posibilidad de trabajar desde casa y su potencial impacto en la productividad dependen, entre otros aspectos, del tipo de trabajo, de la preparación de la empresa para permitir el desarrollo de esta actividad y de la capacidad del propio empleado para trabajar en remoto. En este sentido, algunos estudios ya han puesto de manifiesto que, si no se dan las condiciones adecuadas, la productividad del teletrabajo podría ser inferior a la del trabajo presencial⁵⁰. Del mismo modo, el resultado de diferentes encuestas sugiere que, si bien los trabajadores en remoto suelen valorar positivamente el hecho de no incurrir en costes, tanto monetarios como de tiempo, en desplazamientos y la flexibilidad de poder trabajar en diferentes momentos del tiempo y en distintos lugares, esta modalidad de trabajo también podría tener algunos efectos adversos en términos de salud laboral⁵¹.

Es previsible que el comercio electrónico siga adquiriendo relevancia en los próximos años, lo que podría tener implicaciones muy relevantes en múltiples dimensiones. Incluso antes del estallido de la crisis del Covid-19, esta actividad ya

50 Véase Morikawa (2020).

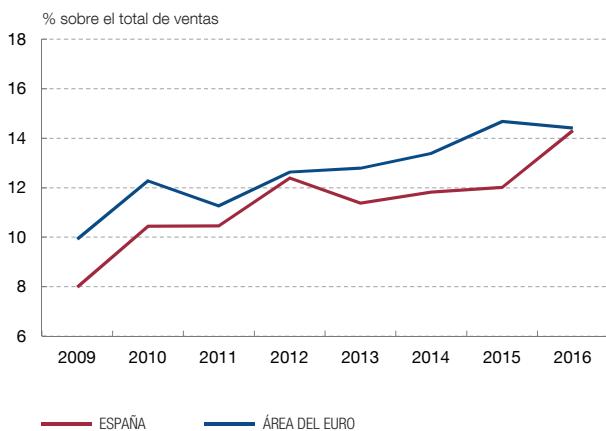
51 Véase Tavares (2017).

Gráfico 5.12

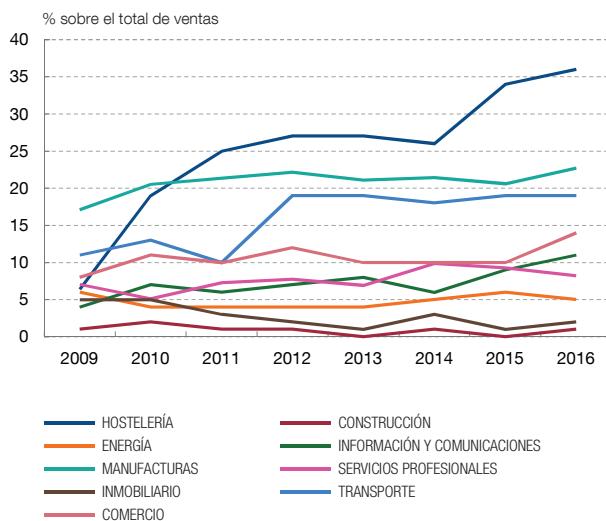
EL COMERCIO DIGITAL EN ESPAÑA

La cuota de ventas a través de plataformas digitales se situó alrededor del 14 % en el área del euro en 2016, último año para el que se dispone de datos. El comercio *online* ha aumentado más de 4 pp desde 2009. España ha seguido una tendencia más marcada desde ese año y alcanzó el mismo nivel que el promedio del área del euro en 2016, aunque con diferencias significativas en la evolución por actividades.

1 VENTAS ONLINE EN ESPAÑA Y EN EL ÁREA DEL EURO (a)



2 VENTAS ONLINE EN ESPAÑA, POR SECTORES DE ACTIVIDAD (a)



FUENTE: Banco de España, a partir de datos de Eurostat (2020).

a El valor que se representa se calcula utilizando una media ponderada (por ventas) de las empresas por región o por sector.



venía mostrando un crecimiento muy significativo. Así, según Eurostat, en el área del euro la cuota de ventas a través de plataformas digitales se situó en el entorno del 14 % en 2016, con un aumento de más de 4 pp desde 2009 (véase gráfico 5.12). España no ha sido ajena a esta tendencia y muestra una ratio de ventas digitales sobre el total similar a la del promedio de la UEM. De cara al futuro, después del avance que ha registrado el comercio electrónico en algunas parcelas durante el período de confinamiento, no sería descartable una aceleración de la senda de crecimiento que ha venido mostrando esta actividad en los últimos años. Este proceso podría entrañar cambios significativos, por ejemplo, en las dinámicas de competencia empresarial y en las de fijación de precios, aspectos ambos en los que la evidencia empírica aún no ofrece respuestas concluyentes.

Es necesario evitar que este proceso de digitalización creciente de las transacciones comerciales, eminentemente global, pueda acabar situando a la economía española en una posición de desventaja competitiva. Como en cualquier otro proceso de transformación, un mayor desarrollo del comercio electrónico en el futuro generará ganadores y perdedores. En el marco de una estrategia de crecimiento integral, resultará fundamental identificar de forma temprana estos perfiles y desarrollar actuaciones que minimicen eventuales efectos adversos sobre el conjunto del tejido productivo o sobre la demanda agregada. En principio, el

punto de partida de la economía española ante este eventual proceso de transformación no parece desfavorable, pues, entre otros aspectos, España disfruta de una de las mejores redes de Internet de alta velocidad de Europa, con una cobertura de un 91 % de banda ancha en el conjunto del país⁵². En sentido contrario, sin embargo, el elevado peso de las pymes en nuestra economía puede suponer un lastre a la hora de explotar las economías de escala que ofrece el comercio electrónico.

5.3 Los retos del sector financiero

Las entidades bancarias españolas continuaron mejorando la calidad de su balance y su nivel de solvencia en 2019, pero la rentabilidad se redujo de forma significativa. En efecto, la rentabilidad sobre recursos propios disminuyó en 2019 y se situó en el 7,1 %, por debajo del coste de capital estimado. La mayor parte de esta caída se debió a factores no recurrentes, como la reestructuración de plantillas en algunas entidades, reflejada en los gastos de explotación, y el deterioro de los fondos de comercio. En términos de solvencia, la ratio de capital de nivel 1 ordinario (CET1) del total de entidades de depósito se situó en el 12,6 % a finales de 2019, año en el que aumentó en 35 pb, fundamentalmente por la acumulación de reservas. En 2019, las principales entidades españolas mostraron, en promedio, una ratio de rentabilidad superior a la media de la UE, pero ocuparon la última posición en términos de la ratio CET1 (véase gráfico 5.13). Por su parte, el activo consolidado se incrementó un 3,4 % durante el ejercicio pasado, impulsado por la actividad en el extranjero, mientras que la tasa de mora consolidada mejoró ligeramente.

Es previsible que el intenso impacto adverso de la crisis del Covid-19 sobre la actividad económica provoque, con algún desfase, un deterioro en la calidad de la cartera crediticia de las entidades financieras. En 2019, la ratio de morosidad del sector privado residente continuó la tendencia descendente de los cinco últimos años y se situó en el 4,8 % (véase gráfico 5.14), mientras que el peso de las refinanciaciones y reestructuraciones sobre el total de crédito también bajó hasta el 5 %. La crisis del Covid-19 supondrá, previsiblemente, un cambio de tendencia en esta evolución (véase recuadro 5.4). La desaparición de empresas, la pérdida de empleo de muchos trabajadores y, en general, la caída de los ingresos de los acreditados llevarán a un deterioro de la capacidad de reembolso de los préstamos, aunque estos efectos podrían verse amortiguados por las medidas de apoyo del Gobierno a los colectivos (hogares y empresas) más afectados. En particular, las moratorias legislativas aprobadas por el Gobierno y las acordadas por las propias entidades de crédito supondrán, en su conjunto, un retraso en la percepción de la amortización de las cuotas acogidas a estos esquemas y, en el caso de las moratorias legislativas, también de los intereses. Sin embargo, en la medida en que cumplan

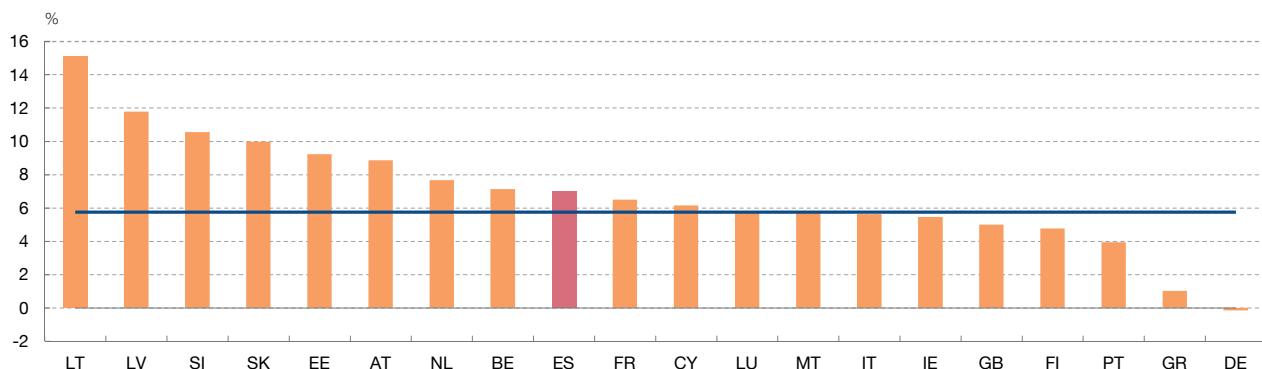
52 Según la CNMC, en 2018 la penetración de la telefonía móvil en España era de 116,1 líneas por 100 habitantes, y la de la banda ancha móvil, de 98,6 líneas por 100 habitantes.

Gráfico 5.13

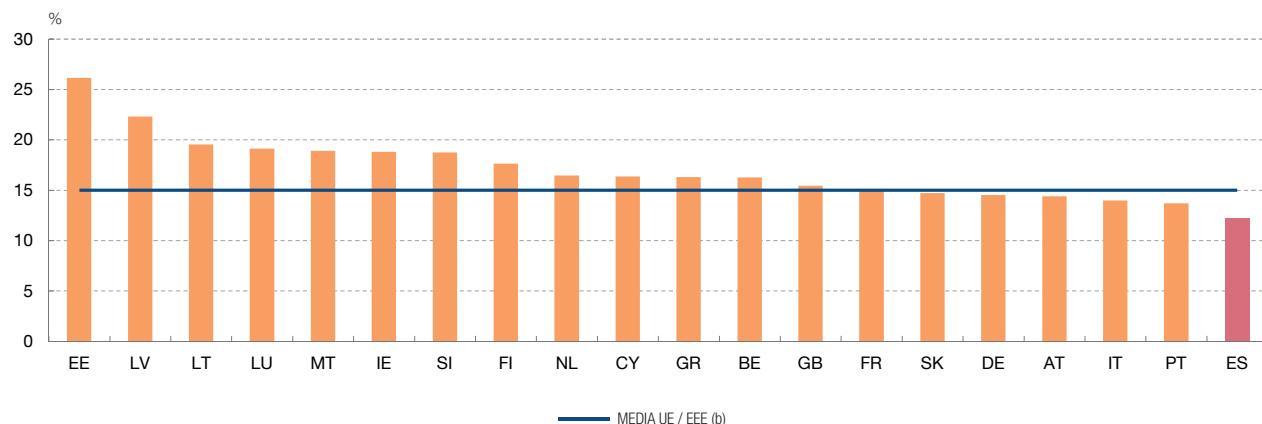
LA SOLVENCIA Y LA RENTABILIDAD DE LAS ENTIDADES BANCARIAS ESPAÑOLAS

La posición relativa del sistema bancario español en 2019 en relación con el resto de los europeos era favorable en términos de rentabilidad y era superior a la media de la UE, mientras que ocupaba la última posición en términos de la ratio CET1.

1 RENTABILIDAD SOBRE EL PATRIMONIO NETO (a)



2 RATIO DE CET1 (a)



— MEDIA UE / EEE (b)

FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

- a Datos consolidados. Diciembre de 2019. Para cada país, los datos corresponden a la muestra de entidades de ese país incorporada en el *Risk Dashboard* de la Autoridad Bancaria Europea (ABE).
 b Los datos de la ABE incluyen Islandia. EEE: Espacio Económico Europeo.



con las condiciones establecidas por la Autoridad Bancaria Europea en sus directrices⁵³, los pagos pospuestos disfrutarán de un tratamiento prudencial específico que hace que no se clasifiquen automáticamente como impagados, reestructurados/refinanciados o como reestructuraciones forzosas, lo cual supondría una mayor dotación de provisiones por deterioro. En cualquier caso, cabe esperar que el flujo de entrada de nuevos activos dudosos se incremente y que la recuperación de créditos dudosos o la venta de activos problemáticos sean más complejas durante un tiempo.

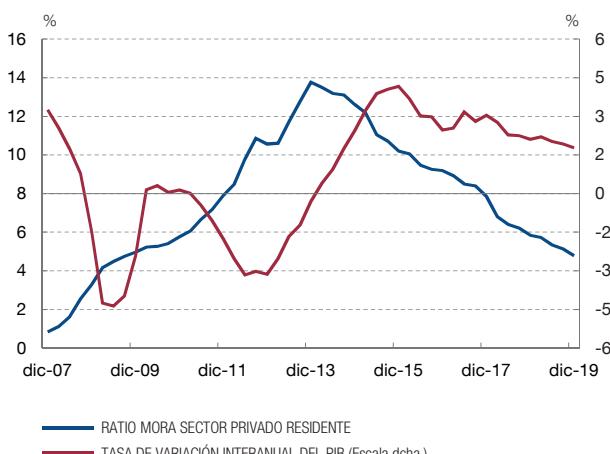
53 Véase, Autoridad Bancaria Europea (2020).

Gráfico 5.14

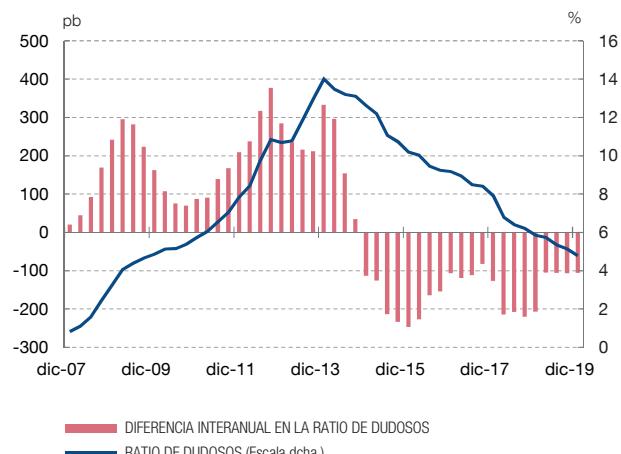
RATIO DE MOROSIDAD Y CRECIMIENTO DEL PIB

La ratio de morosidad tiene un comportamiento muy anticíclico en España. Durante la crisis financiera global que se inició en 2008, la ratio de morosidad aumentó hasta alcanzar un máximo de alrededor del 14 % a finales de 2013. En los cinco últimos años ha seguido una tendencia descendente, hasta situarse en el 4,8 % a finales de 2019. Cabe esperar que la ratio de morosidad se incremente en 2020.

1 RATIO DE MOROSIDAD Y CRECIMIENTO DEL PIB



2 RATIO DE MOROSIDAD. NIVELES Y VARIACIONES INTERANUALES



FUENTE: Banco de España.



La materialización de pérdidas en la cartera crediticia supondrá una presión adicional a la baja sobre la rentabilidad del sector bancario. Como se ha mencionado, antes del estallido de la crisis, la rentabilidad promedio del sistema bancario español se situaba por debajo del coste de capital, situación que también se observaba en los sistemas bancarios de la mayoría de los países europeos. Durante la crisis del Covid-19 se ha producido un repunte en el coste del capital asociado a la mayor aversión al riesgo de los inversores, a lo que previsiblemente se unirá un descenso de la rentabilidad, que llevará a que su diferencial con el coste del capital sea más negativo. El entorno de bajos tipos de interés —que probablemente se prolongará más de lo que se preveía antes de la crisis del Covid-19— dificultará la recuperación de la rentabilidad a través del aumento del margen de intermediación, aunque, por otra parte, ayudará a contener las pérdidas de la cartera crediticia a través de su efecto moderador sobre la carga de la deuda de los prestatarios. La mejora de la rentabilidad del sector requerirá, por tanto, esfuerzos para reducir los costes de explotación que podrían lograrse a través de aumentos de la eficiencia. Por todo ello, las autoridades supervisoras deberemos seguir ejerciendo una vigilancia estrecha a fin de evitar los riesgos para la estabilidad financiera derivados de esta crisis, y estar dispuestos para dar una respuesta contundente, a escala europea, en caso de que estos se materialicen.

En el período transcurrido desde el inicio de la pandemia no se han percibido signos de endurecimiento generalizado de las condiciones de financiación de

las actividades productivas. En efecto, la combinación de las medidas aprobadas por todas las autoridades y la propia actitud de las entidades están permitiendo que muchas empresas cuenten con la liquidez necesaria para afrontar la fase recesiva actual. Así, la información más reciente de los balances bancarios evidencia un fuerte aumento del nuevo crédito concedido a las empresas y a los autónomos durante los meses de marzo y abril. Sin embargo, como se apuntaba anteriormente, es probable que las pérdidas por deterioro de las exposiciones crediticias se materialicen con un cierto desfase, lo que supondrá una determinada erosión del nivel de capital de las entidades. Por tanto, es crucial que los colchones de capital que han construido las entidades puedan utilizarse y que estas no acometan un proceso de reducción de sus balances durante la crisis.

Las entidades deben tener la certeza de que la reconstrucción de los colchones de capital se llevará a cabo de una forma muy gradual, una vez que la crisis se haya superado y que los mercados financieros hayan vuelto a una situación de relativa normalidad. En estas condiciones, el coste del capital debería ser menor, lo que favorecería la posibilidad de captar recursos en los mercados. Esta reconstrucción de los niveles de solvencia también deberá incorporar alguna de las lecciones aprendidas durante esta crisis; entre ellas, la mayor importancia que deben tener los componentes cíclicos que sean liberables en situaciones de crisis macrofinanciera como la actual. En este sentido, conviene recordar que, antes del estallido de la pandemia de Covid-19, algunas de estas ratios para el sistema bancario español ya se situaban entre las más bajas del conjunto de sistemas bancarios de la UE. La evidencia empírica disponible muestra que, aunque la activación de las medidas macroprudenciales (como el aumento del colchón de capital anticíclico o de los límites de endeudamiento) puede reducir el crecimiento económico en la fase expansiva del ciclo, su desactivación o relajación durante las fases recesivas modera sustancialmente su alcance⁵⁴. De esta forma, en términos netos, los beneficios de estas actuaciones parecen ser claramente superiores a sus costes.

La crisis sanitaria ha puesto de manifiesto la necesidad de abordar con más urgencia, si cabe, algunos retos, como los asociados a la digitalización y a la gestión de los riesgos de ciberseguridad. La expansión de la pandemia y la situación de confinamiento asociada han supuesto acelerar la activación de protocolos de trabajo remoto y de planes de contingencia para asegurar la continuidad del negocio. Esto subraya la importancia de seguir avanzando en la digitalización del sector, con el fin de aumentar su eficiencia en la provisión de servicios financieros. Por otra parte, este proceso lleva asociado un aumento de los riesgos de ciberseguridad, que las entidades deben gestionar para minimizar su impacto adverso en la marcha de su negocio.

⁵⁴ Véanse Banco de España (2020) y Galán (2020), que utiliza la metodología *growth-at-risk* para medir los costes y beneficios, en el contexto europeo, de activar y relajar medidas macroprudenciales, como el colchón de capital anticíclico.

A medio plazo, habrá que continuar vigilando que la previsible prolongación del entorno de bajos tipos de interés no se traduzca en una asunción excesiva de riesgos por parte de los intermediarios financieros. Aunque el estallido de la crisis del Covid-19 ha traído consigo una búsqueda intensa de activos seguros y líquidos a escala global, con el paso del tiempo, y una vez que se disipe la aversión al riesgo, algunos inversores podrían volver a aumentar sus exposiciones a activos con riesgo. Si esta asunción de riesgos, necesaria para el buen funcionamiento de cualquier economía, llegara a ser excesiva, podría aumentar la vulnerabilidad de los sistemas financieros frente a perturbaciones adversas. Con el fin de frenar posibles dinámicas desestabilizadoras, las autoridades macroprudenciales deberán completar su gama de instrumentos disponibles, especialmente en el ámbito de los mercados y de los intermediarios no bancarios, que es donde los avances han sido más limitados hasta la fecha. En este sentido, conviene subrayar que, para mejorar la detección temprana de riesgos sistémicos y la coordinación de las distintas autoridades supervisoras en un contexto de elevadas interconexiones entre intermediarios financieros sujetos a distintos supervisores, en 2019 se creó la autoridad macroprudencial española (AMCESFI) y se dotó de herramientas macroprudenciales adicionales a los supervisores sectoriales.

El sistema financiero español, como el del resto de las economías de nuestro entorno, también deberá afrontar en el medio plazo los retos asociados a la disruptión digital y al cambio climático. Las grandes empresas tecnológicas (*bigtech*) con capacidad para obtener, almacenar y analizar inmensos volúmenes de información son actores que podrían potencialmente acceder a prestar sus servicios como intermediarios financieros, lo que puede alterar significativamente el modelo tradicional de negocio en este sector. Las entidades financieras existentes necesitarán invertir en nuevas tecnologías y métodos de tratamiento de la información para poder competir con estas empresas tecnológicas. Por otra parte, como ya se ha comentado en la sección 5.1.6, el sector financiero también deberá desempeñar un papel destacado en la transición hacia una economía más sostenible proporcionando el volumen de financiación requerida para facilitar la transición hacia una economía menos contaminante e incorporando factores climáticos y medioambientales a sus análisis de riesgos.

A más largo plazo, el sector financiero también tendrá que afrontar los retos asociados al envejecimiento de la población, que tiene implicaciones importantes en términos de la demanda de servicios financieros de los hogares. Por un lado, el envejecimiento tenderá a deprimir la demanda de crédito, en la medida en que las mayores necesidades de financiación de los hogares se concentran en los tramos medios de su ciclo vital. Por otro, estos desarrollos generarán una demanda creciente de nuevos productos de ahorro a largo plazo, así como de otros que doten de mayor liquidez a la riqueza acumulada durante la vida laboral para sostener los gastos corrientes en fases posteriores⁵⁵.

55 Véase Banco de España (2019c).

5.4 El papel de Europa: desafíos y respuestas

Muchos de los retos de la economía española no pueden entenderse ni abordarse desde una perspectiva exclusivamente nacional. Por un lado, algunos de estos desafíos son compartidos con el resto de las economías avanzadas y, particularmente, con las europeas. Por otro lado, en un mundo tan interconectado, la capacidad de actuación de las autoridades nacionales y la efectividad de las intervenciones unilaterales son relativamente limitadas. Este es, en especial, el caso de la Unión Europea y del área del euro, donde, en muchos ámbitos, la escala óptima de actuación es la europea.

La naturaleza de la crisis actual justifica una actuación rápida y contundente del conjunto de la UE para asegurar la recuperación de la economía y para reafirmar el proyecto europeo de progreso social y económico. La perturbación sanitaria que ha originado esta crisis tiene un origen exógeno y no está vinculada a la mayor o menor fortaleza, cíclica o estructural, de las economías que la han sufrido. A pesar de ello, su impacto económico está siendo muy desigual entre los distintos países europeos. Y, en gran medida, esta asimetría en el impacto es consecuencia del patrón de especialización productiva que se ha desarrollado en cada uno de ellos 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 como consecuencia de la pandemia.

Las medidas aprobadas por el Consejo de la UE para proporcionar liquidez a los países, como el SURE y la línea de crédito del MEDE, y para apoyar la financiación empresarial a través del BEI, suponen un avance importante, si bien presentan ciertas limitaciones en términos de su potencia y alcance. Estas medidas constituyen un refuerzo útil de la red de seguridad europea de última instancia, pero ni por su volumen ni por su naturaleza configuran una base idónea para articular una respuesta fiscal común de amplio alcance. En conjunto, los tres instrumentos anteriores supondrán una movilización máxima de recursos de unos 540 mm de euros, lo que supone una proporción relativamente limitada de las necesidades de financiación a las que se enfrentará el conjunto de los Estados miembros de la UE como consecuencia de las medidas de política fiscal aplicadas para contrarrestar los efectos de la pandemia. Para los dos próximos años, se estima que estas necesidades alcanzarán los 1.700 mm de euros⁵⁶.

La propuesta de la Comisión Europea de crear un fondo de recuperación (*Next Generation EU*) de carácter temporal permitiría equilibrar, en parte, las potenciales divergencias financieras y reales entre los socios europeos. Este fondo podría aprovechar las externalidades positivas derivadas de la acción conjunta

⁵⁶ Esta estimación de las necesidades de financiación hace referencia a la suma del déficit cíclico y discrecional de los Estados miembros, sin incluir, por ejemplo, las posibles pérdidas de los programas de avales públicos.



FUENTE: Banco de España.

y servir para articular una salida de la crisis coordinada, basada en instrumentos presupuestarios comunes (véase esquema 5.2). La financiación del fondo a través de deuda comunitaria se beneficiaría del entorno favorable de tipos de interés bajos y evitaría que esta nueva deuda sea asumida por los Estados miembros de forma individual, en condiciones que, en algunos casos, serían previsiblemente más desfavorables que las que cabe esperar que se apliquen a este instrumento mancomunado.

En el medio y largo plazo, un esfuerzo fiscal común centrado en la inversión, como el propuesto por la Comisión Europea, facilitaría una recuperación vigorosa y aumentaría la capacidad de crecimiento potencial del conjunto de la UE. El recuadro 5.2 analiza los efectos macroeconómicos de un impulso fiscal a escala europea basado en la inversión y el gasto productivo. En el contexto actual, existen argumentos para esperar que la Unión Europea en su conjunto pueda beneficiarse de un mayor multiplicador del gasto público como resultado de la complementariedad de determinadas partidas de este gasto con la inversión

privada, de un entorno de tipos de interés bajos y de los efectos cruzados (*spillovers*) positivos entre países⁵⁷. Por otra parte, el aumento de la inversión pública en algunas partidas —como la investigación, el avance en la digitalización o la lucha contra el cambio climático— contribuiría a mejorar las perspectivas de crecimiento sostenible en el largo plazo. Estas son áreas donde la UE debe hacer valer su magnitud, capacidad económica y compromiso social para evitar un mayor ensanchamiento de la brecha que se ha abierto en los últimos años en relación con el posicionamiento global de las otras dos grandes potencias económicas (Estados Unidos y China).

El hecho de que la propuesta actual de la CE para el fondo de recuperación esté centrada en objetivos de medio y largo plazo implica, no obstante, que continúa existiendo una necesidad importante de financiación del esfuerzo presupuestario de los Estados miembros en su lucha contra los efectos de la pandemia. Para cubrir esta brecha, sería conveniente que el fondo tuviese un mayor tamaño y una capacidad de actuación más ágil, sin los retardos inherentes a la propuesta, aprobación y puesta en marcha de proyectos concretos de inversión pública. Por otro lado, dada la heterogeneidad entre países señalada anteriormente en la incidencia de la crisis, convendría disponer de mecanismos en el ámbito de la política fiscal, a escala comunitaria, cuyo objetivo principal sea servir de línea de defensa ante eventuales episodios de fragmentación, tanto en el plano financiero como en el relativo al funcionamiento competitivo del Mercado Único, en la UE⁵⁸. En el medio plazo, la Unión debería dotarse de un marco institucional adecuado para hacer frente al efecto asimétrico de las perturbaciones económicas —por ejemplo, mediante la puesta en marcha de una capacidad de estabilización macroeconómica del presupuesto común, mediante una función de estabilización cíclica o mediante un seguro de desempleo paneuropeo—, lo que incidiría en una mayor compartición de riesgos en el ámbito presupuestario y mejoraría la capacidad de resistencia ante perturbaciones negativas⁵⁹.

La creación, en una escala suficientemente elevada, de un activo seguro común y mutualizado proporcionaría beneficios al conjunto de la UE. Junto con el ahorro en los costes financieros derivado de la utilización de la capacidad conjunta del presupuesto comunitario para captar recursos financieros⁶⁰, la creación de una cantidad suficiente de activos seguros comunes reduciría el vínculo soberano-bancario y mejoraría la integración financiera dentro de la Unión. Esto permitiría que la financiación mediante deuda comunitaria, en lugar de deuda nacional, fuera un «juego de suma positiva», complementando la labor de los canales

57 Véase Arce *et al.* (2016).

58 Véase Arce *et al.* (2020).

59 Véase Banco de España (2017).

60 Actualmente, la Unión Europea solo se endeuda mediante instrumentos que están directamente vinculados a un préstamo a un Estado (de dentro o fuera de la UE). En total, la deuda emitida por la UE asciende a unos 51 mm de euros, de los que la mayor parte corresponde a préstamos vinculados a los instrumentos creados durante la crisis del euro entre 2010 y 2012, que fueron el origen del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE).

privados de aseguramiento mutuo —tales como el acceso al crédito bancario o la obtención de rentas provenientes del exterior— y reduciendo el riesgo de que estos canales se comportasen de forma procíclica, al disponer de una referencia segura común a todos los países. En un contexto en que los activos seguros denominados en euros son relativamente escasos, la disponibilidad de este nuevo activo seguro también proporcionaría incentivos a la inversión internacional y contribuiría a reforzar el papel internacional del euro⁶¹.

En cualquier caso, esta crisis ha demostrado que para la profundización de la UE es imprescindible que los sistemas supranacionales tengan un mayor peso y que el presupuesto de la UE se refuerce. Como los retos de futuro de las economías europeas son necesariamente comunes, sería recomendable que se financiaran, al menos en parte, de forma compartida. En este sentido, en la expansión de los recursos de la Unión sería necesario que las figuras impositivas establecidas a escala europea tuvieran un mayor peso. Existen varias alternativas, como, por ejemplo, eventuales impuestos sobre algunos aspectos ligados a la importancia creciente de la economía digital o sobre las actividades más contaminantes, para facilitar la descarbonización de la economía. El hecho de que la base impositiva de estos potenciales impuestos pueda desplazarse entre países ya justificaría, en sí mismo, un alto grado de coordinación, como mínimo, a escala europea.

Un mayor peso de la Unión Europea en la política fiscal tiene beneficios para el conjunto de los Estados miembros, pero también debe conllevar más responsabilidad fiscal a escala nacional. La emisión de nuevos bonos a escala europea no implica que la UE tenga que responder por la deuda de los Estados miembros contraída en el pasado, que debe seguir siendo una responsabilidad nacional. En todo caso, para aumentar la mutualización de los recursos fiscales es preciso actualizar y reforzar el marco de incentivos de los países, de forma que el uso de estos recursos de garantía común esté vinculado a un mayor compromiso con la estabilidad macroeconómica y fiscal, y a las reformas dirigidas a mejorar la capacidad de crecimiento sostenible de las economías nacionales⁶².

Las nuevas prioridades deben complementar, y no sustituir, a las tareas pendientes de refuerzo de la gobernanza europea, para lo que es crucial, entre otras reformas, completar la Unión Bancaria con la creación de un seguro de depósitos común. Un seguro de depósitos plenamente mutualizado contribuiría de forma fundamental a generar confianza en el sistema bancario europeo, en un momento en el que se necesita que este provea de suficiente liquidez al tejido económico europeo. Sin embargo, en los últimos años no ha habido avances

61 Véanse, entre otros, Brunnermeier *et al.* (2017), Farhi y Werning (2017), Hernández de Cos (2019) e Iltzezki *et al.* (2020).

62 Véanse, entre otros, Beetsma y Bovenberg (2001) y Arce *et al.* (2020).

en este ámbito y tampoco en la armonización regulatoria necesaria para completar la Unión Bancaria⁶³. La persistencia de estas barreras ayuda a explicar, a su vez, la presencia estructural de un sesgo en la operativa bancaria hacia los mercados nacionales y la escasez de procesos de consolidación transfronterizos de entidades.

También debería avanzarse en la reducción de los obstáculos, de diversa índole, que impiden que exista una verdadera Unión de los Mercados de Capitales en la UE. Alcanzar dicho objetivo requiere, en primer lugar, un compromiso político claro y firme de las autoridades nacionales con este proyecto común. En segundo lugar, se requiere un plan detallado y riguroso de las actuaciones que es necesario implementar. Precisamente con este objetivo, la Comisión Europea formó un grupo de expertos internacionales a finales de 2019, el *High Level Forum on Capital Markets Union*⁶⁴. El informe final de este grupo, publicado el 10 de junio, debería servir de punto de partida para progresar de forma decidida en la integración de los mercados de capitales europeos. En particular, este informe presenta, de forma relativamente granular y con un calendario temporal detallado, 17 grupos de medidas estrechamente relacionadas que deberían abordarse sin demora para eliminar los principales obstáculos que, en las últimas décadas, han impedido a las entidades financieras europeas aumentar la escala de sus operaciones (especialmente, en el ámbito transfronterizo), han reducido el atractivo de los mercados europeos para los inversores internacionales y han limitado la capacidad de competir globalmente a las entidades financieras de la región.

En el terreno de la coordinación de las políticas fiscales, la Comisión Europea había comenzado, antes del estallido de la crisis sanitaria, un proceso de reforma para simplificar las reglas fiscales y mejorar su cumplimiento. Esta reforma puede resultar clave cuando se supere la coyuntura actual, en la que este sistema de reglas se ha flexibilizado para evitar que su acción genere un sesgo procíclico en la política fiscal nacional. En particular, es fundamental que, una vez superada la crisis, las reglas fiscales permitan que el necesario saneamiento de las finanzas públicas nacionales pueda desarrollarse sin poner en riesgo la senda de recuperación de la actividad. Asimismo, el proceso de reforma en marcha debería servir al propósito, señalado anteriormente, de actualizar y reforzar el marco de incentivos de las autoridades nacionales de cara al cumplimiento de las reglas comunes.

63 Véase Lane (2019).

64 Véase [High Level Forum on Capital Markets Union](#) y [Final report of the High Level Forum on the Capital Markets Union - A new vision for Europe's capital markets](#).

BIBLIOGRAFÍA

- Adams-Prassl, A., T. Boneva, M. Goli y C. Rauh (2020). «Inequality in the impact of the coronavirus shock: Evidence from real time surveys (2020)», Mimeo, University of Cambridge.
- Adsera, A. (2006). «An Economic Analysis of the Gap Between Desired and Actual Fertility: The case of Spain», *Review of Economics of the Household*, vol. 4, pp. 75–95.
- Albert, C., C. García-Serrano y V. Hernanz (2005). «Firm-provided training and temporary contracts», *Spanish Economic Review*, 7, pp. 67-88.
- Almunia, M., y D. López-Rodríguez (2018). «Under the Radar: The effects of monitoring firms on tax compliance», *American Economic Journal: Economic Policy*, 10, pp 1-38.
- Álvarez, L., y M. García-Posada (2019). *Modelling regional housing prices in Spain*, Documentos de Trabajo, n.º 1941, Banco de España.
- Andrés, J., Ó. Arce, D. Thaler y C. Thomas (2020). «When fiscal consolidation meets private deleveraging», *Review of Economic Dynamics*, vol. 37, julio, pp. 214-233.
- Anghel, B., V. Regil y A. Lacuesta (2020). «Transferibilidad de habilidades de los trabajadores en los sectores potencialmente afectados tras el Covid-19», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020, Banco de España.
- Anghel, B., y A. Lacuesta (2020). «Envejecimiento, productividad y situación laboral», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2020, Banco de España.
- Arce, Ó., I. Kataryniuk, P. Marín y J. J. Pérez (2020). *Reflexiones sobre el diseño de un Fondo de Recuperación europeo*, Documentos Ocasionales, n.º 2014, Banco de España.
- Arce, Ó. (2019). *Envejecimiento y pensiones*, Jornadas sobre Previsión Social organizada por Ernst & Young, diciembre.
- Arce, Ó., S. Hurtado y C. Thomas (2016), «Policy Spillovers and Synergies in a Monetary Union», *International Journal of Central Banking*, vol. 12, n.º 3, pp. 219-277.
- Autoridad Bancaria Europea (2020). *EBA publishes Guidelines on treatment of public and private moratoria in light of COVID-19 measures*, abril.
- Banco de España (2020). «Análisis coste-beneficio de la política macroprudencial», recuadro 3.2, *Informe de Estabilidad Financiera*, primavera.
- (2019a). *Informe Anual 2018*.
 - (2019b). «El sistema financiero ante el cambio climático», recuadro 3.1, *Informe de Estabilidad Financiera*, otoño.
 - (2019c). «Consecuencias económicas de los cambios demográficos», capítulo 4, *Informe Anual 2018*.
 - (2017). «La política fiscal en la UEM», capítulo 4, *Informe Anual 2016*.
 - (2015). «Crecimiento y reasignación de recursos de la economía española», capítulo 3, *Informe Anual 2014*.
- Banco Mundial (2020). «Trading for Development in the Age of Global Value Chains», *World Development Report*.
- Banerjee, A. V., y E. Duflo (2003), «Inequality and growth: What can the data say?», *Journal of Economic Growth*, 8, pp. 267-299.
- Becker, S., N. Bloom, S. Davis y S. Terry (2020). «COVID-induced economic uncertainty and its consequences», Vox CEPR Policy Portal.
- Beetsma, R. M., y A. L. Bovenberg (2001). «The optimality of a monetary union without a fiscal union», *Journal of Money, Credit and Banking*, 33(2), pp. 179-204.
- Bentolila, S., A. Cabrales y M. Jansen (2019). «Does Dual Vocational Education Pay Off?», mimeo.
- Bonhomme, S., y L. Hospido (2017). «The cycle of earning inequality: Evidence from Spanish social security data», *Economic Journal*, 127, pp. 1244-1278.
- Brunnermeier, M. K., S. Langfield, M. Pagano, R. Reis, S. van Nieuwerburgh y D. Vayanos (2017). «ESBies: Safety in the tranches», *Economic Policy*, 32(90), pp. 175-219.

- Comisión Europea (2019). «Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions», *The European Green Deal*, COM(2019) 640 final.
- (2018a). *The 2018 Ageing Report. Economics & Budgetary Projections for the 28 EU Member States (2016-2070)*, Institutional Paper 079, mayo.
 - (2018b). *The Silver Economy Study*, informe elaborado por Technopolis y Oxford Economics para la Directorate-General of Communications Networks, Content & Technology de la Comisión Europea.
 - (2017). «Government investment in the EU: the role of institutional factors», *Report on Public Finances in EMU 2017*, pp. 133-186.
 - (2016). *Opinión pública en la Unión Europea. España*, Informe nacional, *Eurobarómetro Standard 86*.
- Cuadrado, P., E. Moral-Benito e I. Solera (2020). *A sectoral anatomy of the Spanish productivity puzzle*, Documentos Ocasionales, n.º 2006, Banco de España.
- De Quinto, A., L. Hospido y C. Sanz (2020). *The Child Penalty in Spain*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.
- Dechezlepretre, A., y D. Popp (2015). *Fiscal y Regulatory Instruments for Clean Technology Development in the European Union*, Working Paper Series, n.º 5361, CESifo.
- Delgado, M. (2019). «Transición energética y estabilidad financiera. Implicaciones para las entidades de depósito españolas», *Revista de Estabilidad Financiera*, noviembre, Banco de España.
- Farhi, E., e I. Werning (2017). «Fiscal unions», *American Economic Review*, 107(12), pp. 3788-3834.
- Farré, L., Y. Fawaz, L. González y J. Graves (2020). «Desigualdad de género en tiempos de la pandemia por COVID19, manuscrito, Universitat de Barcelona.
- Fournier, J. (2016). *The positive effect of public investment on potential Growth*, Working Papers, n.º 1347, OECD Economics Department, París.
- Galán, J. E. (2020). *The benefits are at the tail: uncovering the impact of macroprudential policy on growth-at-risk*, Documentos de Trabajo, n.º 2007, Banco de España.
- García-Perez, J. I., I. Marinescu y J. Vall-Castelló (2019). «Can fixed-term contracts put low skilled youth on a better career path? Evidence from Spain», *Economic Journal*, 129, pp. 1693-1730.
- Garicano, L., C. Lelarge y J. van Reenen (2016). «Firm size distortions and the Productivity distribution: Evidence from France», *American Economic Review*, 106, pp. 3439-3479.
- Gutiérrez-Doménech (2008). «The impact of the labour market on the timing of marriage and births in Spain», *Journal of Population Economics*, 21, pp. 83-110.
- Hernández de Cos, P. (2019). «Veinte años de la UEM: de la divergencia a la resiliencia», discurso de apertura en la Tercera Conferencia de Investigación del Banco de España.
- Hudomiet, P., M. D. Hurd, A. Parker y S. Rohwedder (2019). *The effects of job characteristics on retirement*, Working Paper 26332, NBER.
- Ilzetzki, E., C. M. Reinhart y K. S. Rogoff (2020). «Why is the Euro punching below its weight?», *Economic Policy*, de próxima publicación.
- Instituto Nacional de Estadística (2020). «El teletrabajo en España y la UE antes del Covid-19», *Cifras, Boletín Informativo*, 02/2020.
- Keane, M., y K. Wolpin (1997). «The career decisions of young men», *Journal of Political Economy*, 105(3), pp. 473-522, The University of Chicago.
- Lane, P. (2019). «Macrofinancial Stability and the Euro», *IMF Economic Review*, 67(3), pp. 424-442, Fondo Monetario Internacional.
- Lázaro-Touza, L., C. González y G. Escribano (2019). «Los españoles ante el cambio climático. Apoyo ciudadano a los elementos, instrumentos y procesos de una Ley de Cambio Climático y Transición Energética», Real Instituto Elcano, julio.
- López-Rodríguez, D., y M. Ll. Matea (2020). *La intervención pública en el mercado del alquiler de vivienda: una revisión de la experiencia internacional*, Documentos Ocasionales, n.º 2002, Banco de España.
- (2019). «Evolución reciente del mercado de alquiler de vivienda en España», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 3/2019, Banco de España.

- López-Rodríguez, D., y C. García-Ciria (2018). *Estructura impositiva de España en el contexto de la Unión Europea*, Documentos Ocasionales, n.º 1810, Banco de España.
- Morikawa, M. (2020). *COVID-19, teleworking and productivity*, VOX CEPR Policy Portal.
- OCDE (2019a). *Education Policy Outlook: Spain*, OECD Publishing, París.
- (2019b): *Pensions at a Glance 2019: OECD and G20 Indicators*, OECD Publishing, París.
- (2017). *OECD Economic Surveys: Spain*, OECD Publishing, París.
- Pérez, F., y J. Aldás (2019). *Indicadores sintéticos de las universidades españolas*, Fundación BBVA e IVIE.
- Puente, S., y A. Regil (2020). «Tendencias laborales intergeneracionales en España en las últimas décadas», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020, Banco de España.
- Ramos, R. (2019). «Los retos del envejecimiento para los ingresos públicos: la composición de las bases», *Revista Actuarios*, n.º 44, primavera, pp. 36-39.
- Tavares, A. I. (2017). «Telework and health effects review», *International Journal of Healthcare*, vol. 3, n.º 2.

ESCENARIOS ALTERNATIVOS DE DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA EN EL MEDIO Y LARGO PLAZO

La crisis económica desencadenada por el Covid-19 ha precisado de una respuesta fiscal contundente, tanto en España como en el resto de los países afectados (véanse epígrafes 3.4 y 4.3 de este Informe). Este estímulo presupuestario, necesario en el corto plazo para limitar la magnitud y la duración de los efectos adversos de la pandemia y para favorecer la recuperación posterior, está provocando un aumento muy notable del endeudamiento de las AAPP (véase epígrafe 4.4.3), que requerirá la aplicación de una estrategia amplia de consolidación fiscal a medio plazo, una vez que se supere la actual fase recesiva.

En este recuadro se analiza la senda que podría seguir la ratio de deuda pública sobre el PIB en España a lo largo de la próxima década, a partir de distintos supuestos sobre el comportamiento de las principales variables que determinan su evolución. Las dos aproximaciones utilizadas para analizar la trayectoria de la deuda en función de sus determinantes parten, respectivamente, de un modelo estándar de carácter determinístico y de un modelo estocástico.

El modelo estándar contiene tres ecuaciones que describen la evolución del PIB real, la inflación y los tipos de interés¹. En concreto, se asume que la tasa de crecimiento del PIB real depende del grado de holgura de la economía —medido por la brecha de producción— y de la variación de los tipos de interés. Por su parte, la tasa de inflación en cada período se estima sobre la base de la brecha de producción y de las expectativas de inflación futura, que, a su vez, vienen determinadas por una combinación del objetivo de inflación de medio plazo del BCE y del comportamiento más reciente de los precios. Por último, los tipos de interés a los que se financian las AAPP dependen de la estructura de plazos de la deuda pública y son sensibles a los potenciales efectos adversos sobre las condiciones de acceso a la financiación que se podrían derivar del mantenimiento de un *stock* de deuda o de un nivel de déficit excesivos (véase el recuadro 3.4 de este Informe para un análisis de la interacción entre estas variables).

Los gráficos 1 y 2 muestran las sendas que describiría la deuda pública en España a lo largo de la próxima década según este modelo bajo distintos conjuntos de supuestos.

En concreto, las sendas descritas difieren entre sí en una doble dimensión: la evolución de las variables macroeconómicas y fiscales hasta 2021 y las políticas económicas (fiscal y estructurales) aplicadas a partir de 2022. Por lo que respecta a la primera de estas dos dimensiones, se supone que la trayectoria del PIB, la inflación, los tipos de interés, y el déficit y la deuda públicos en los años 2020 y 2021 se corresponden alternativamente con las de los escenarios de recuperación temprana y gradual que el Banco de España ha construido en sus proyecciones más recientes, de junio de 2020². En cuanto a la segunda dimensión, los supuestos alternativos acerca de la política fiscal más allá de 2021 son, o bien que el saldo estructural se mantenga en el nivel de ese año, o bien que aumente anualmente en 0,5 pp hasta alcanzar el equilibrio. Adicionalmente, se considera la posibilidad de que se introduzcan reformas estructurales que eleven el crecimiento potencial.

La construcción de las sendas de deuda pública recogidas en los gráficos 1 y 2 se completa con la evolución endógena de las distintas variables (PIB real, inflación, tipos de interés, déficit público) obtenida en el contexto del modelo descrito anteriormente. En particular, el gráfico 1 muestra cómo se comportaría la ratio de deuda pública sobre el PIB en los escenarios de recuperación temprana y gradual, asumiendo, en ambos casos, que la política fiscal tiene un carácter neutral a partir de 2022 (esto es, que el déficit estructural no varía). Como se puede apreciar en el gráfico, en ambos escenarios se produciría un aumento gradual de la ratio de deuda pública a lo largo de la década, hasta situarse, en 2030, en torno al 115 % y al 125 % del PIB en uno y otro caso. Este incremento del endeudamiento durante el periodo considerado se debe a que el crecimiento del PIB nominal no es lo suficientemente alto como para compensar el elevado déficit primario que se registra año tras año. Asimismo, el aumento de la deuda es superior en el escenario de recuperación gradual porque el déficit primario es mayor en el año 2022, lo que se traslada al futuro, mientras que el crecimiento nominal a partir de entonces es relativamente similar al del escenario de recuperación temprana. De forma análoga, si se materializara un escenario macroeconómico más adverso que los anteriores, como el escenario de riesgo de una

1 Véase Hernández de Cos, López-Rodríguez y Pérez (2018), *Los retos del desapalancamiento público*, Documentos Opcionales, n.º 1803, Banco de España.

2 Véanse el epígrafe 4.4.3 y Banco de España (2020), *Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2020-2022): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de junio de 2020*.

ESCENARIOS ALTERNATIVOS DE DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA EN EL MEDIO Y LARGO PLAZO (cont.)

recuperación muy lenta considerado también en el ejercicio de proyecciones más reciente, la ratio de deuda alcanzaría niveles significativamente más elevados, debido fundamentalmente al mayor deterioro de las cuentas públicas en el corto plazo.

Por su parte, el gráfico 2, tomando como ejemplo el escenario de la recuperación gradual hasta 2021, ilustra la sensibilidad de la senda de deuda ante distintas

La política fiscal ha de desempeñar un papel activo en la reducción de la ratio de deuda pública como consecuencia de la crisis económica. Un esfuerzo estructural en línea con los requerimientos del PEC reduciría la deuda pública por debajo del 100 % del PIB antes de 2030. La adopción de medidas estructurales que aumenten el producto potencial mejorarían sustancialmente la sostenibilidad de la deuda pública.

Gráfico 1
SENDAS SIMULADAS DE LA DEUDA PÚBLICA CON UN ESFUERZO FISCAL NEUTRAL

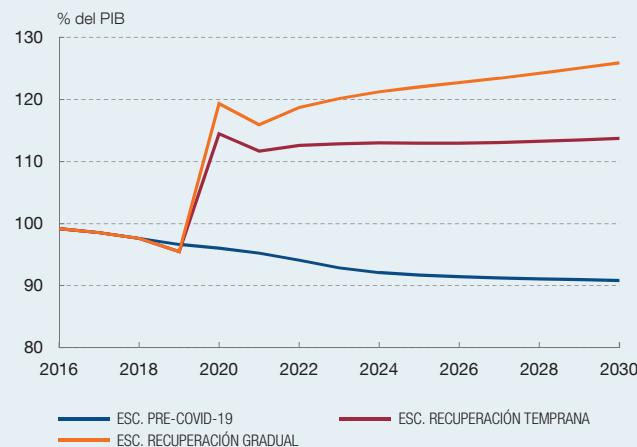
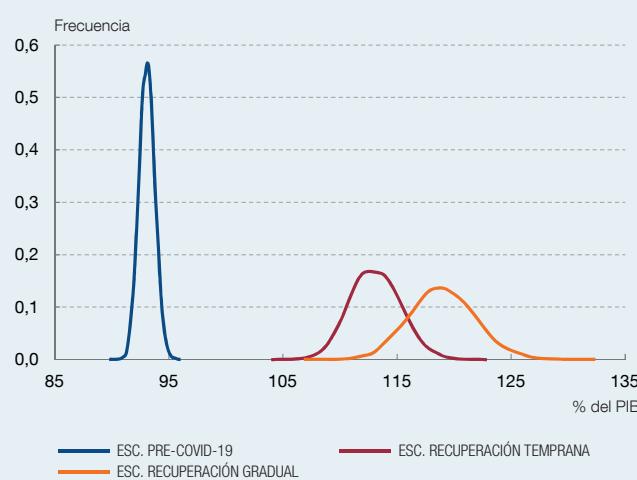


Gráfico 3
DISTRIBUCIÓN DE LAS SIMULACIONES DE DEUDA PÚBLICA A UN TRIMESTRE VISTA (PREVISIÓN PARA I TR 2020-IV TR 2022)



estrategias de política económica a partir de 2022, por lo que respecta a la puesta en marcha tanto de un programa de consolidación fiscal como de posibles reformas estructurales que eleven la capacidad de crecimiento de la economía.

La línea roja en este gráfico representa una política fiscal neutral a partir de 2022 y se corresponde con la presentada para el escenario de recuperación gradual en el gráfico 1.

Gráfico 2
SENDAS SIMULADAS DE LA DEUDA PÚBLICA EN EL ESCENARIO DE RECUPERACIÓN GRADUAL BAJO SUPUESTOS ALTERNATIVOS DE ESFUERZO FISCAL

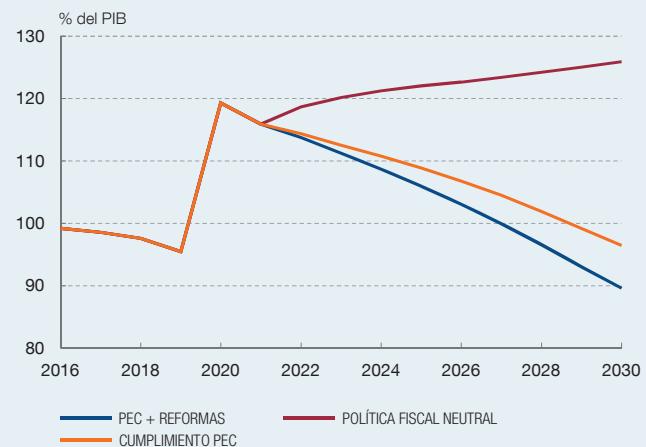
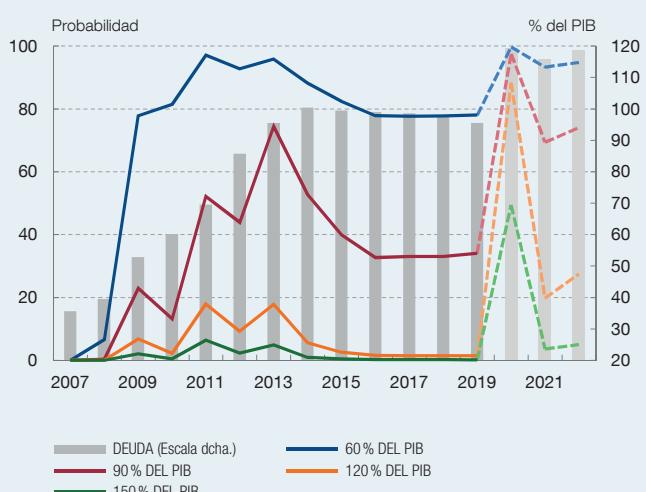


Gráfico 4
PROBABILIDAD DE QUE LA RATIO DE DEUDA SUPERE UN UMBRAL AL CABO DE 10 AÑOS A PARTIR DE UNA FECHA DADA (PREVISIÓN DEL ESCENARIO DE RECUPERACIÓN GRADUAL PARA I TR 2020-IV TR 2022)



FUENTE: Banco de España, con datos del Instituto Nacional de Estadística y de la Intervención General de la Administración del Estado.

La línea amarilla, en cambio, muestra la evolución de la ratio de deuda pública sobre el PIB cuando la política fiscal, en lugar de ser neutral a partir de 2022, realiza un esfuerzo de reducción del déficit compatible con los requerimientos habituales del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). En particular, se asume una política fiscal que permite que el saldo estructural primario aumente en 0,5 pp del PIB por año hasta alcanzar el equilibrio. Gracias a esta consolidación presupuestaria, la dinámica de la deuda pública muestra una tendencia clara de moderación sostenida, hasta retornar en 2030 a un nivel similar al registrado a finales de 2019, antes del estallido de la crisis sanitaria. Si esta misma política fiscal se combinara, además, con la implementación de reformas estructurales ambiciosas que aumentaran el potencial de crecimiento de la economía (en 0,5 pp en 2030, hasta el 1,7%) y, por tanto, el tamaño de las principales bases impositivas, el mayor dinamismo económico resultante permitiría una reducción mayor de la ratio de deuda, hasta niveles inferiores al 90% del PIB a finales de 2030 (línea azul)³.

Al considerar distintos escenarios potencialmente factibles, las sendas de deuda pública recogidas en los gráficos 1 y 2 permiten ilustrar, en una primera aproximación, la elevada incertidumbre existente sobre el comportamiento futuro de esa variable, en función de la evolución de sus principales determinantes. Para cuantificar de forma más explícita el efecto de dicha incertidumbre, se ha realizado un segundo conjunto de ejercicios basados en un modelo estocástico. Este modelo utiliza las relaciones empíricas entre los principales determinantes de la ratio de deuda pública para generar un amplio número de sendas alternativas para esta variable, que, *a priori*, son estadísticamente factibles⁴. La simulación de estas sendas descansa, por tanto, sobre el supuesto de que las acciones discrecionales de política fiscal se rigen por su comportamiento histórico, haciendo abstracción de hipotéticos cambios en la función de reacción de la política fiscal. A partir de las sendas obtenidas, es posible calcular, en una etapa posterior, distribuciones de probabilidad acerca del posible comportamiento futuro de la deuda pública.

A modo de ilustración, el gráfico 3 muestra cuál sería la distribución de probabilidad para la ratio de deuda pública sobre el PIB en el primer trimestre de 2023 bajo tres escenarios macroeconómicos distintos: el contemplado por el Banco de España a finales de 2019⁵, antes del estallido de la crisis sanitaria, y los escenarios de recuperación temprana y recuperación gradual planteados en las proyecciones de junio de 2020. El cambio observado en la distribución de probabilidad de la ratio de deuda pública pone de manifiesto el incremento de la incertidumbre acerca del comportamiento futuro de esta variable como consecuencia de la perturbación negativa sobre la actividad provocada por la pandemia. Así, mientras que bajo el escenario previsto en el ejercicio de proyecciones de diciembre de 2019 las simulaciones de esta ratio se situaban en un rango relativamente acotado —de unos 4 pp, en torno a un nivel del 93%—, en el escenario de recuperación gradual no solo ha pasado a ser significativamente mayor el nivel de la ratio, sino que además ha aumentado su dispersión (con valores que podrían oscilar entre el 110% y el 130%).

Este modelo estocástico también permite calcular la probabilidad de que la ratio de deuda sobre el PIB se sitúe por encima de un cierto umbral en un determinado horizonte. El gráfico 4 muestra los resultados de este ejercicio tomando como base, a modo de ejemplo, el escenario de recuperación gradual y considerando un plazo de diez años. Como puede apreciarse en el gráfico, a finales de 2019 la probabilidad de que la ratio de deuda pública sobre el PIB superara el 120% a diez años vista era prácticamente nula. Ahora bien, cuando se incorpora la información de las proyecciones macroeconómicas publicadas para este escenario de recuperación gradual para el período 2020-2022, que ya incluye, por tanto, el fuerte deterioro previsto en las finanzas públicas a corto plazo, la probabilidad de que la deuda supere el 120% del PIB a un horizonte de diez años se eleva hasta el entorno del 25%.

En resumen, las simulaciones presentadas en este recuadro, en las que se consideran distintos escenarios macroeconómicos y modelos, ponen de manifiesto que el

3 La herramienta utilizada sintetiza el tono de la política fiscal en la variación del saldo primario estructural, sin distinguir entre los efectos derivados de la utilización de combinaciones alternativas de instrumentos fiscales, que pueden favorecer el crecimiento económico en distinta medida.

4 Véase Alloza, Andrés, Pérez y Rojas (2020), «Implicit Public Debt Thresholds: An Operational Proposal», *Journal of Policy Modeling*, de próxima publicación.

5 Véase Banco de España (2019), Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2019-2022): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosystema de diciembre de 2019.

ESCENARIOS ALTERNATIVOS DE DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA EN EL MEDIO Y LARGO PLAZO (cont.)

estímulo fiscal que ha sido necesario implementar en respuesta al Covid-19 incrementará sustancialmente el endeudamiento público en España a partir de este año durante un período prolongado. En este contexto, la necesidad de moderar el notable grado de vulnerabilidad que supone la persistencia de niveles muy elevados de endeudamiento público y de reconstruir un cierto margen de

actuación fiscal que permita afrontar futuras perturbaciones negativas aconseja que, una vez que comience la recuperación de la actividad, se aborde un ambicioso plan de consolidación fiscal a medio plazo y de reformas estructurales que eleven el potencial de crecimiento y, por tanto, permitan reducir el coste de la consolidación presupuestaria.

EL PAPEL DE LA INVERSIÓN PÚBLICA A ESCALA EUROPEA EN LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA

La situación económica derivada de la pandemia y las medidas de confinamiento implican la necesidad de replantear las prioridades de política económica para que las economías europeas se recuperen lo antes posible. En este contexto, a finales del pasado mes de mayo, la Comisión Europea (CE) propuso un fondo de recuperación de carácter temporal (denominado *Recovery and Resilience Facility*), financiado con deuda europea a largo plazo. Este fondo distribuiría recursos del presupuesto europeo mediante transferencias y préstamos a los Estados miembros. Su objetivo sería impulsar la inversión pública y las reformas que aumenten el potencial de crecimiento de las economías europeas y respondan a los retos a los que la UE ya se enfrentaba con anterioridad, como la digitalización o la lucha contra el cambio climático.

Al mismo tiempo, un aumento de la inversión pública en Europa permitiría corregir la tendencia descendente, observada en las últimas décadas, de la ratio de este componente sobre el PIB. Así, la mediana de esta ratio en un amplio conjunto de países de la UE pasó del 5 % en 1960 al 2,7 % en 2018 (véase gráfico 2), mientras que, según los últimos datos disponibles, se situaba en el 3,2 % en Estados Unidos, en el 3,8 % en Japón y en más del 6 % en China. Varios factores contribuyen a explicar

esta tendencia¹. Por una parte, el stock de capital público creció significativamente en este período, de manera que las necesidades de inversión para las funciones más tradicionales (como el transporte por carretera o ferrocarril) podrían ser menores en la actualidad. Por otra parte, el desarrollo del estado del bienestar, en un contexto de envejecimiento de la población, ha implicado que el gasto social haya ganado preeminencia en los presupuestos públicos, hasta doblar su peso en el PIB en las cuatro últimas décadas (véase gráfico 1). En la medida en que el sector público se enfrenta a restricciones presupuestarias, el dinamismo de esta partida de gasto habría restado espacio para realizar proyectos de inversión pública.

La literatura económica señala que una composición de las finanzas públicas más equilibrada entre inversión y gasto corriente puede acabar proporcionando beneficios. En particular, la evidencia empírica sugiere que, en aquellas economías en las que el sector público ha puesto un mayor foco en inversiones favorecedoras del crecimiento, la actividad a largo plazo es mayor². Esto, a su vez, permite relajar la restricción presupuestaria del sector público y contribuye a la financiación sostenible de otros componentes del gasto, como el gasto social.

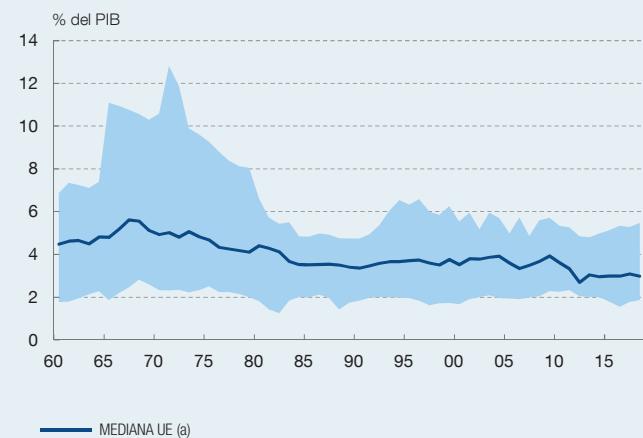
Gráfico 1
GASTO SOCIAL



FUENTE: Banco de España, basada en datos de la Comisión Europea.

a La mediana de la UE comprende los siguientes países: Austria, Bélgica, Alemania, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Países Bajos, Portugal, Dinamarca, Reino Unido, Suecia y Luxemburgo.

Gráfico 2
INVERSIÓN PÚBLICA



1 M. Delgado Téllez, E. Gordo, I. Kataryniuk y J. J. Pérez (2020), *The decline in public investment: «social dominance» or too-rigid fiscal rules?*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

2 J. Fournier (2016), *The positive effect of public investment on potential growth*, Working Papers, n.º 1347; OECD Economics Department Europe (2017), «Government investment in the EU: the role of institutional factors», *Report on Public Finances in EMU 2017*, pp. 133-186.

Además, con frecuencia, la inversión pública genera bienes públicos que producen externalidades positivas sobre la actividad del sector privado. Este es el caso, por ejemplo, de muchas de las inversiones que se podrían beneficiar de las transferencias del fondo de recuperación propuesto por la CE —tales como la investigación pública básica— o de aquellas inversiones del sector público que tratan de hacer frente al cambio climático³. En ambos casos, estos esfuerzos públicos presentan un efecto multiplicador potencialmente elevado sobre la capacidad de innovación del sector privado⁴ y sobre el crecimiento de largo plazo de la economía⁵. Esta contribución depende, en cualquier caso, del diseño eficiente de los planes públicos de inversión⁶.

Un modelo macroeconómico calibrado para el área del euro, que distingue entre España y el resto de la UEM, permite ilustrar los canales por medio de los cuales la

inversión pública afecta a la actividad⁷. En este modelo, la autoridad fiscal de cada región se caracteriza por un elevado grado de detalle, tanto por el lado de los ingresos como por el de los gastos. Entre estos últimos, cabe destacar que la inversión pública, en el modelo, permite aumentar el stock de capital público, lo que mejora la productividad del capital privado y del trabajo⁸.

El cuadro 1 recoge el impacto que un aumento permanente de 1 pp del PIB en la inversión pública en España⁹ tendría sobre el producto de la economía. En el corto plazo, la mayor demanda de bienes de inversión por parte del sector público aumenta directamente la producción y el empleo privados. Más a medio plazo, a medida que el crecimiento del gasto en inversión pública expande el stock de capital público, se producen mejoras de la productividad en el sector privado, que implican un incremento de su empleo y producción.

Cuadro 1

EFECTOS A LARGO PLAZO DE UN AUMENTO PERMANENTE DE LA INVERSIÓN PÚBLICA EN UN 1 % DEL PIB

Diferencia porcentual con respecto al escenario base	Elasticidad de la producción privada al capital público = 0,02			Elasticidad de la producción privada al capital público = 0,03		
	Inversión privada	Consumo privado	PIB	Inversión privada	Consumo privado	PIB
Financiado con impuesto sobre rentas salariales	0,4	-0,2	0,3	1,2	0,6	1,1
Financiado con deuda pública	1,4	-0,3	1,4	1,8	0,3	1,9
Aumento de inversión en toda la UEM	0,7	0,1	0,5	5,5	4,9	4,3

FUENTE: Modelo FiMod, véase Stahler y Thomas (2012).

- 3 A. Dechezlepretre y D. Popp (2015), *Fiscal and Regulatory Instruments for Clean Technology Development in the European Union*, Working Paper Series, n.º 5361, CESifo.
- 4 J. Gruber y S. Johnson (2019), *Jump-Starting America: How Breakthrough Science Can Revive Economic Growth and the American Dream*, Nueva York, Public Affairs Publishers.
- 5 En los modelos de crecimiento endógeno, la tasa de crecimiento a largo plazo de la economía depende del ritmo de creación de nuevas tecnologías o de mejora en la calidad de las tecnologías existentes, para lo cual la actividad de investigación y desarrollo es clave [véanse P. Romer (1990), «*Endogenous Technological Change*», *Journal of Political Economy*, 98(5), pp. S71-S102; G. M. Grossman y E. Helpman (1991), «*Quality Ladders in the Theory of Growth*», *Review of Economic Studies*, 58(1), pp. 43-61, o P. Aghion y P. Howitt (1996), «*Research and Development in the Growth Process*», *Journal of Economic Growth*, 1(1), pp. 49-73]. Además, la literatura reciente señala que la I+D+i influye sobre el patrón de ajuste de la economía, generando ciclos económicos persistentes [véanse D. Comin y M. Gertler (2006), «*Medium-Term Business Cycles*», *American Economic Review*, 96(3), pp. 523-551, y M. Correa-López y B. de Blas (2018), *Faraway, So Close! Technology Diffusion and Firm Heterogeneity in the Medium Term Cycle of Advance Economies*, Documentos de Trabajo, n.º 1835, Banco de España].
- 6 A. Abiad, A. Almansour, D. Furceri, C. Granados y P. Topalova (2014), «*Is it time for an infrastructure push? The macroeconomic effects of public investment*», *World Economic Outlook*, pp. 75-114.
- 7 Véase N. Stähler y C. Thomas (2012). «FiMod — A DSGE model for fiscal policy simulation», *Economic Modelling*, vol. 29, n.º 2, marzo, pp. 239-261.
- 8 En el modelo se garantiza la estabilidad de la deuda pública haciendo que el tipo impositivo sobre las rentas salariales aumente o que el gasto en transferencias no distorsionantes se reduzca cuando la ratio de deuda pública sobre el PIB se sitúa por encima del 60 %. Los parámetros del modelo están calibrados sobre la base de una serie de ratios de largo plazo de la economía española y del resto de la UEM.
- 9 Ello supone un aumento de un 28 % del nivel de la inversión pública, de forma que pasaría de representar el 3,5 % del PIB al 4,5 %. Esta cuantía es algo superior al impulso de la inversión en España derivado del uso completo de las transferencias del fondo de recuperación planteado por la Comisión Europea durante su período de vigencia (2021-2024).

Este impacto depende fundamentalmente de cuatro factores. El primero es el grado de complementariedad que el capital público tiene con respecto al capital y al empleo privados en otras palabras, la efectividad del capital público para generar externalidades positivas sobre la actividad privada. En el modelo, este aspecto se captura a través de la elasticidad de la producción privada al capital público. La evidencia empírica disponible considera razonable un valor para este parámetro de en torno a 0,02, es decir, un aumento del 1 % del capital público aumentaría el producto en un 0,02%¹⁰. La relevancia de este parámetro puede apreciarse en la simulación recogida en la primera fila del cuadro 1. En caso de que dicha elasticidad fuera, por ejemplo, un 50 % superior a la del escenario base, y se situara en el 0,03 %, las sinergias entre la actividad privada y el capital público serían mucho mayores, de modo que el impulso de la inversión pública produciría una expansión de la actividad casi cuatro veces superior.

En segundo lugar, la aportación de la inversión pública al crecimiento depende en gran medida de cómo se financie este gasto. En general, las subidas de impuestos para financiar el esfuerzo inversor suelen producir a corto y medio plazo un efecto expulsión (*crowding-out*) de la inversión privada mayor que la financiación de la misma inversión vía deuda¹¹, estrategia esta última que permite modular el aumento recaudatorio durante un horizonte más dilatado. En particular, según el modelo, la financiación del impulso fiscal con un incremento a corto plazo del impuesto sobre las rentas salariales limita significativamente más la expansión de la inversión privada que si se financia con deuda (véanse la primera y segunda líneas del cuadro 1).

En tercer lugar, el impacto sobre el PIB de un estímulo fiscal en España también depende del grado de coordinación internacional de esta política expansiva. En particular, si el estímulo se produjera únicamente en España y se financiara con impuestos, en el corto plazo la mayor demanda de bienes de inversión por parte del sector público aumentaría la producción y el empleo privados. Esto podría ocasionar presiones salariales

internas y subidas de precios que acarrearían pérdidas de competitividad con respecto a otros miembros de la UEM y limitarían la expansión de la actividad. Por el contrario, cuando un estímulo fiscal similar se produce en el conjunto del área del euro, no se generan dichas pérdidas de competitividad, lo que permite un mayor aumento de la actividad, del consumo y de la inversión privada en España. Al mismo tiempo, el incremento de la inversión pública en el resto del área expande su actividad y, con esta, las exportaciones y el PIB españoles. Así, una acción coordinada a través de los canales descritos de acuerdo con la simulación del modelo podría llegar casi a doblar el efecto interno de una expansión de la inversión pública (véase la tercera fila del cuadro 1).

Por último, el impacto sobre el PIB de la inversión pública también depende de la capacidad de reacción de la política monetaria. Si los tipos de interés nominales no reaccionan al alza ante aumentos moderados de la inflación, como probablemente sea el caso en estos momentos en el área del euro, la efectividad de un incremento de la inversión pública se ve magnificada¹². En este caso, la subida de precios como resultado de la mayor demanda agregada no va acompañada de un aumento de los tipos de interés nominales. En consecuencia, los agentes prevén unos tipos de interés reales más bajos y, por tanto, adelantan sus decisiones de consumo e inversión, lo que contribuye a que la actividad crezca aún más. Esto limita, a su vez, el efecto de expulsión de la inversión y el consumo privados, que a menudo se atribuye al incremento del gasto público en situaciones en las que la economía está operando con escasos recursos ociosos.

En definitiva, los ejercicios anteriores muestran que, para lograr la mayor efectividad posible, la inversión pública debe concentrarse en aquellos sectores y procesos en los que la complementariedad con la actividad privada sea más elevada. Además, la financiación inicial de un esfuerzo inversor como los descritos aquí a través de la emisión de deuda común daría lugar a un ahorro de costes financieros para el conjunto de los Estados miembros (véase epígrafe 5.5).

10 Véase E. M. Leeper, T. B. Walker y S. C. S. Yang (2010), «Government Investment and Fiscal Stimulus», *Journal of Monetary Economics*, 57, pp. 1000-1012.

11 H. Ahmed y S. M. Miller (2000), «Crowding-out and crowding-in effects of the components of government expenditure», *Contemporary Economic Policy*, 18(1), pp. 124-133.

12 Para una descripción detallada de este mecanismo, véase Ó. Arce, S. Hurtado y C. Thomas (2016), «Policy Spillovers and Synergies in a Monetary Union», *International Journal of Central Banking*, vol. 12, n.º 3, pp. 219-277.

CAMBIOS EN EL MODELO EMPRESARIAL GENERADOS POR EL COVID-19: EL TELETRABAJO

Con el objetivo de limitar los contagios por el Covid-19, durante la segunda semana del pasado mes de marzo comenzaron a tomarse medidas que limitaron la movilidad de trabajadores y consumidores. Estas limitaciones han dado lugar a cambios en los patrones de trabajo y de consumo, lo que ha acelerado algunas tendencias que ya se venían observando en el ámbito empresarial en los últimos años. Asimismo, la legislación de la nueva normalidad establece que los centros de trabajo tienen que adoptar medidas para «la potenciación del teletrabajo

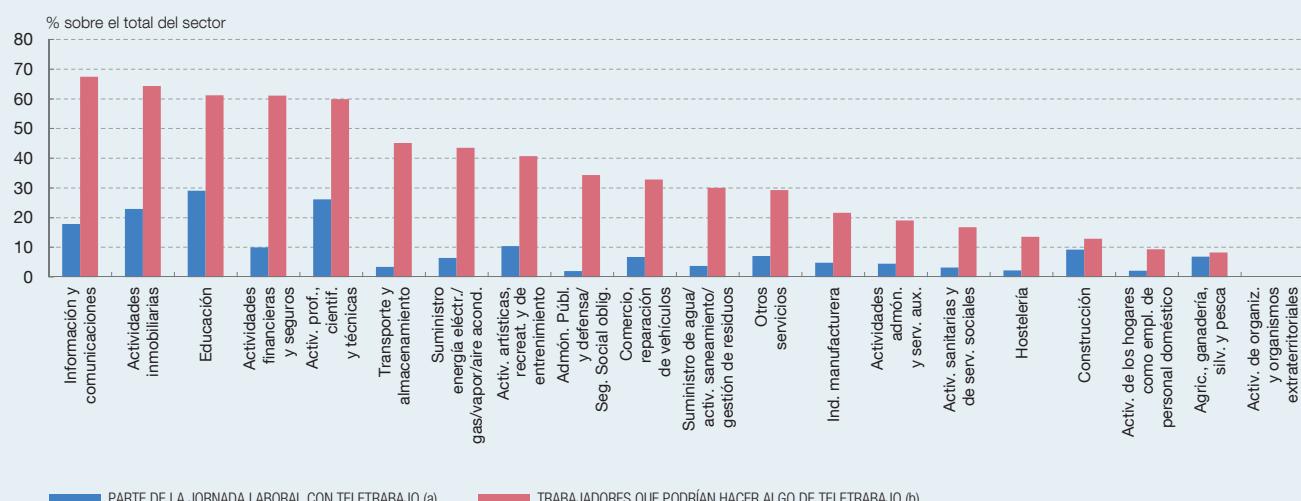
cuando por la naturaleza de la actividad laboral sea posible»¹. En este recuadro se analizan las oportunidades organizativas que se abren en relación con el teletrabajo, una opción adoptada por las empresas para amortiguar los efectos negativos de una situación de confinamiento como la actual y para prepararse ante posibles rebrotes de la enfermedad en los próximos meses.

En 2019, según la Encuesta de Población Activa (EPA), un 8,4 % de los trabajadores en España indicó que trabajaba

Gráfico 1
PORCENTAJE DE OCUPADOS DE 15-64 AÑOS CON TELETRABAJO (2018)



Gráfico 2
PORCENTAJE DE TRABAJADORES CON TELETRABAJO, OBSERVADO Y POTENCIAL (2019)



FUENTES: Eurostat (Labor Force Survey, 2018) e Instituto Nacional de Estadística (EPA, microdatos de la submuestra anual del año 2019).

- a Se utiliza la definición de teletrabajo de la EPA, de la pregunta «¿Trabajó en su domicilio en las cuatro últimas semanas? (posibilidad prevista en acuerdo de trabajo)». Las opciones de respuesta son: «Más de la mitad de los días que trabajó», «Ocasionalmente» o «Ningún día».
- b Se utiliza la metodología de Dingel y Neiman (2020).

1 Véase el artículo 7 del Real Decreto-ley 21/2020, de 9 de junio, de medidas urgentes de prevención, contención y coordinación para hacer frente a la crisis sanitaria ocasionada por el Covid-19.

ocasionalmente en su domicilio y un 4,5 % lo hizo más de la mitad de los días laborables. Estas cifras suponen un ligero incremento durante los diez últimos años, ya que en 2009 estas cifras eran del 6 % y del 3,4 %, respectivamente.

Estos porcentajes son menores que los observados en la UE-28. En 2018, último año para el que se dispone de información homogénea, el 13,5 % de los ocupados de entre 15 y 64 años trabajaba a distancia en la UE-28 (Eurostat). El gráfico 1 muestra una gran heterogeneidad entre países. En general, en los países del norte de Europa existe un mayor arraigo del teletrabajo, mientras que en los países del sur y del este, esta práctica se utiliza con menos frecuencia. Así, en los Países Bajos y en Suecia más del 30 % del total de los trabajadores desarrolla su actividad laboral a distancia, al tiempo que esta modalidad de trabajo es prácticamente inexistente en Chipre, Bulgaria o Rumanía. España se sitúa por debajo de la media europea, con un 7,5 %, 6 puntos porcentuales (pp) menos que el promedio europeo y distanciada de las cifras de otros países grandes, como Francia (20,8 %) o Alemania (11,6 %).

La reciente situación de confinamiento ha dinamizado esta forma de trabajar. De acuerdo con la encuesta que el Banco de España llevó a cabo en la primera semana de abril, un 80 % de las empresas consultadas manifestó que el teletrabajo estaba siendo una herramienta fundamental para afrontar esta crisis². Además, el teletrabajo ha impulsado, de forma indirecta, el uso de plataformas específicas para reuniones (*webinars*) y videoconferencias, así como un mayor desarrollo de ciertas herramientas de ciberseguridad, con soluciones más potentes de antivirus, *firewalls*, *backups*, VPN, etc., en un contexto en el que los riesgos tanto operativos como de seguridad también habrían aumentado su intensidad.

Todavía es pronto para calibrar con exactitud el alcance de estos cambios y su continuidad en el tiempo una vez superada la pandemia. Con todo, hay dos aspectos que parecen evidentes. En primer lugar, de acuerdo con la información disponible, existe un amplio margen de incremento del teletrabajo en España. Para disponer

de una medida del trabajo potencialmente realizable en el domicilio se utiliza la metodología propuesta en el trabajo de Dingel y Neiman (2020)³. En este estudio, una ocupación se clasifica, a un nivel muy desagregado, como no realizable desde casa si cumple al menos una de las características de contexto o de tipo de actividad que se identifican como difícilmente reproducibles en la residencia habitual. Entre estas características destacarían, por ejemplo, pasar la mayor parte del tiempo caminando o corriendo, trabajar al aire libre todos los días, realizar un trabajo de inspección de maquinaria o un trabajo que requiera trato directo con el público. Esta clasificación se aplica a todos los trabajadores de la EPA según la ocupación que estén desarrollando, y se compara con la información que ofrecen en la misma encuesta sobre si realizaron parte de su trabajo en su domicilio⁴. A partir de esta caracterización, se observa que, en España, la proporción de ocupados que podrían trabajar en su domicilio sería del 30,6 %, algo menos que la estimada para Estados Unidos (34 %) en ese trabajo.

En segundo lugar, es evidente que el margen de mejora no es igual para todos los sectores ni colectivos (véase gráfico 2). En particular, hay algunos sectores en los que, actualmente, el trabajo desde el domicilio es casi inexistente y que tendrían un potencial de crecimiento muy elevado en el uso de esta modalidad de trabajo, como transporte y almacenamiento (42 pp de incremento potencial); suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire acondicionado (+37 pp); Administración Pública (+32 pp); comercio (+25 pp); otros servicios (+22 pp); suministro de agua, actividades de saneamiento y gestión de residuos (+22 pp), y manufacturas (+17 pp). En el lado opuesto se encuentran sectores como la agricultura, la construcción, la hostelería y el servicio doméstico, en los que la posibilidad de teletrabajo es escasa.

Las distintas características de los diversos tipos de empleo generan diferencias en cuanto a la posibilidad que tienen los diferentes grupos de trabajadores de beneficiarse de esta modalidad de trabajo. Así, por ejemplo, solo el 21,5 % de los menores de 24 años podría teletrabajar, frente al 43,5 % de los mayores de 65 años.

2 Véase Banco de España (2020). «Encuesta empresarial sobre el impacto de la crisis del Covid-19», recuadro 1, «Escenarios macroeconómicos de referencia para la economía española tras el Covid-19», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020.

3 Véase I. J. Dingel y B. Neiman (2020), *How many jobs can be done at home?*, Documentos de Trabajo, NBER, n.º 26948.

4 Véanse los detalles en B. Anghel, A. Lacuesta y M. Cozzolino (2020), «El teletrabajo en España», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020, Banco de España.

CAMBIOS EN EL MODELO EMPRESARIAL GENERADOS POR EL COVID-19: EL TELETRABAJO (cont.)

Esto se debe a que, cuando acumulan experiencia, los trabajadores suelen dedicarse menos a tareas físicas y más a tareas de planificación y supervisión, que se pueden realizar con más facilidad desde el domicilio⁵.

Por nivel educativo, la estimación del número potencial de ocupados con teletrabajo muestra que, en el colectivo más cualificado, el total de personas que trabajan desde casa podría aumentar hasta un 51 %. Por el contrario, dentro del grupo de trabajadores con menos nivel de educación solo podría hacerlo el 16,7 %.

Diferentes estudios muestran las repercusiones del teletrabajo en los resultados de la empresa y en la actitud de los trabajadores. Por ejemplo, Bloom *et al.* (2015) analizaron los resultados en términos de productividad de una agencia de viajes china que, de forma aleatoria, asignó teletrabajo a un grupo de teleoperadores voluntarios durante nueve meses⁶. En ese período, la productividad se incrementó en un 13 %, con más horas trabajadas y más llamadas atendidas por minuto. Por otro lado, hay estudios que indican que este incremento de la productividad dependería del tipo de tareas que se realicen, ya que el teletrabajo puede tener efectos positivos en actividades creativas, pero negativos en tareas urgentes y complejas [Battiston *et al.* (2017) y Dutcher (2012)]⁷. Este efecto negativo en la productividad puede verse agravado en una situación como la actual, en la que el teletrabajo ha venido forzado por las

circunstancias, sin que el trabajador haya tenido la oportunidad de efectuar una inversión adecuada previa en equipamiento en casa o en formación [Morikawa (2020)]⁸. El trabajo de Bloom *et al.* (2015) también muestra que los trabajadores se sienten satisfechos por la posibilidad de trabajar en remoto.

En general, los resultados de diferentes encuestas muestran que los trabajadores a distancia suelen valorar especialmente la flexibilidad de poder distribuir su jornada laboral, de realizar sus tareas en diferentes lugares, y el hecho de poder evitar los desplazamientos hasta el centro de trabajo. Sin embargo, en contraposición, los trabajadores en remoto suelen destacar como aspectos negativos cierta falta de comunicación con colaboradores, la sensación de trabajar en solitario y la mayor dificultad para desconectar del trabajo⁹. Algunos análisis también han puesto de manifiesto inconvenientes para la salud de los trabajadores derivados de esta práctica, como la mayor propensión a padecer estrés o depresión¹⁰. En este sentido, algunos autores abogan por favorecer el teletrabajo, pero no de forma continuada, sino alternando el trabajo en casa con la presencia física en la empresa. Por último, existen análisis que sugieren que el teletrabajo puede convertirse en una buena opción para alargar la vida laboral de los trabajadores, ya que la flexibilidad horaria es algo que las personas que se aproximan a la edad de jubilación valoran especialmente [véase Hudomiet *et al.* (2019)]¹¹.

5 Véase B. Anghel y A. Lacuesta (2020), «Envejecimiento, productividad y situación laboral», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2020, Banco de España.

6 Véase N. Bloom, J. Liang, J. Roberts y Z. J. Ying (2015), «Does working from home work? Evidence from a Chinese experiment», *The Quarterly Journal of Economics*, Oxford University Press, n.º 130(1), pp. 165-218.

7 Véanse D. Battiston, J. Blanes, I. Vidal, y T. Kirchmaier (2017), *Is distance dead? Face-to-face communication and productivity in teams*, CEPR Discussion Paper, n.º 11924, y E. G. Dutcher (2012), «The effects of telecommuting on productivity: an experimental examination. The role of dull and creative tasks», *Journal of Economic Behavior & Organization*, 84(1), pp. 55-363.

8 Véase M. Morikawa (2020), «COVID-19, teleworking, and productivity», Vox CEPR Policy Portal.

9 Véase *State of remote work 2020*.

10 Véase A. I. Tavares (2017), «Telework and health effects review», *International Journal of Healthcare*, vol. 3. n.º 2.

11 P. Hudomiet, M. D. Hurd, A. Parker y S. Rohwedder (2019), *The effects of job characteristics on retirement*, Working paper, n.º 26332, NBER.

EL IMPACTO DE LA CRISIS EN LA BANCA: ANÁLISIS DE LA RATIO DE MOROSIDAD

Uno de los principales riesgos que tienen que afrontar las entidades bancarias en la crisis del Covid-19 es el relativo al deterioro en la calidad del crédito en sus balances. Este riesgo se deriva de la fuerte contracción de los ingresos de sociedades no financieras y hogares durante los últimos meses, a raíz de la disrupción a la actividad económica causada por las necesarias medidas de contención de la pandemia, que no se ha visto acompañada por una reducción similar de los gastos. La ratio de morosidad del crédito es una medida de la calidad de los balances bancarios, que se utiliza frecuentemente como indicador de su evolución y, por tanto, de la estabilidad financiera. Esta ratio mide, según una definición amplia, el porcentaje que representan los créditos dudosos (tanto los que hayan impagado por un período superior a tres meses como aquellos para los que exista una probabilidad elevada de que puedan impagar en un futuro cercano) respecto al total de la exposición crediticia.

La ratio de morosidad muestra, en general, un comportamiento fuertemente contracíclico. Así, durante la crisis financiera global que se inició en 2008 esta ratio aumentó en más de 13 puntos porcentuales (pp) en España, hasta alcanzar un máximo de alrededor del 14 % a finales de 2013. En cambio, durante los cinco años posteriores de expansión económica registró una reducción aproximada de 9 pp, hasta situarse en el 4,8 % en diciembre de 2019. Este proceso de corrección se ha visto impulsado por un entorno macroeconómico favorable y por las acciones supervisoras dirigidas a favorecer una gestión temprana de las carteras de créditos problemáticos por parte de las entidades. Dado este comportamiento pasado de la ratio de morosidad, es esperable, por tanto, que las fuertes caídas del PIB que contemplan los distintos escenarios macroeconómicos elaborados por el Banco de España para 2020¹ se traduzcan en un incremento significativo de la morosidad.

A partir de los datos trimestrales desde el año 2008 hasta la actualidad, se estima una correlación entre el crecimiento del PIB y la tasa de morosidad que indica que una caída de 1 pp en el PIB va asociada a un aumento de 0,7 pp en la ratio de mora agregada (véase gráfico 1). Esta observación histórica proporciona una cierta guía para

calibrar, de manera orientativa, el potencial efecto de la crisis del Covid-19 sobre la morosidad. Sin embargo, es necesario tener en cuenta que caídas del PIB español como las proyectadas para 2020 son significativamente mayores que la caída máxima observada en la historia reciente (del 3,8 % en 2009). Por consiguiente, no es descartable un efecto no lineal, que lleve a un aumento de la tasa de morosidad este año mayor que la estimada con datos históricos sobre la base de modelos lineales. No obstante, también es preciso tener presente que el fuerte repunte de la actividad proyectado para 2021, tanto por el Banco de España como por la mayoría de estos analistas, implicaría asimismo una reducción de la tasa de mora más rápida que en otros períodos de recuperación de crisis económicas pasadas. Además, el potente conjunto de medidas de política económica a escala nacional y europea en respuesta a esta crisis también debería contribuir a reducir la intensidad de la transmisión de la caída del PIB a la tasa de mora. En este sentido, cobran especial importancia los programas introducidos por el Gobierno de avales al crédito bancario para las actividades productivas y de apoyo a la renta de los hogares y a la liquidez de las empresas, las acciones del Banco Central Europeo relacionadas con la política monetaria y las medidas contables en el ámbito regulatorio.

Además, cabe esperar que esta crisis afecte de forma desigual a los distintos sectores institucionales y ramas de actividad, por lo que la evolución esperada de la tasa de mora agregada también dependerá de la distribución de la cartera de crédito por agentes y sectores económicos². Todo ello hace necesario analizar cómo ha variado, a lo largo de los últimos años, el peso de los distintos sectores institucionales y de actividad económica en el crédito bancario y en el PIB. En particular, el sector de la construcción y actividades inmobiliarias recibía en el año 2008 el mayor volumen de crédito bancario destinado a actividades productivas (47,3 %), mientras que, en diciembre de 2019 este sector había perdido preponderancia en relación con el resto de los sectores productivos (hasta representar el 21,8 %). Por el contrario, destaca la importancia que ha ganado durante este período el sector servicios (55 % del total del crédito bancario a actividades productivas en diciembre de 2019, frente al 35 % en 2008), que incluye subsectores como el

1 Para más detalles, véase Banco de España (2020), «Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2020-2022): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosystemo de junio de 2020».

2 Véase E. Prades-Illanes y P. Tello-Casas, «Heterogeneidad en el impacto económico del Covid-19 entre regiones y países del área del euro», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020, Banco de España.

EL IMPACTO DE LA CRISIS EN LA BANCA: ANÁLISIS DE LA RATIO DE MOROSIDAD (cont.)

de comercio, hostelería y transporte, más vulnerables a las disrupciones generadas por la pandemia y a las medidas de distanciamiento social adoptadas (véase gráfico 2).

Por otro lado, al aplicar el análisis de correlación histórica entre las tasas de mora por ramas de actividad y su respectivo valor añadido bruto (VAB), se obtiene que esta no es homogénea. Por ejemplo, para el conjunto de la actividad de comercio, transporte y hostelería, la relación entre el VAB y la ratio de mora sectorial es incluso mayor que para el conjunto de toda la cartera crediticia. En concreto, una variación de 1 pp en el VAB del conjunto de estos subsectores supone una variación de casi 0,8 pp en

su ratio de mora, frente a los 0,7 pp que se obtienen para el total de la cartera. Por tanto, la sensibilidad de la morosidad de los distintos sectores económicos y la composición de la cartera crediticia determinarán, conjuntamente, la distribución entre entidades de los efectos en términos de morosidad y, por tanto, también de rentabilidad y solvencia.

La ratio de morosidad en 2019 ha mejorado significativamente con respecto a 2013 en todas las ramas, si bien en unas se ha avanzado más que en otras; además, los niveles actuales se sitúan todavía por encima de los registrados al comienzo de la crisis financiera de 2008. Como se observa en el gráfico 3, para el total de las

Gráfico 1
CORRELACIÓN ENTRE LA VARIACIÓN DE LA TASA DE MORA Y EL CRECIMIENTO DEL PIB (2008-2019)

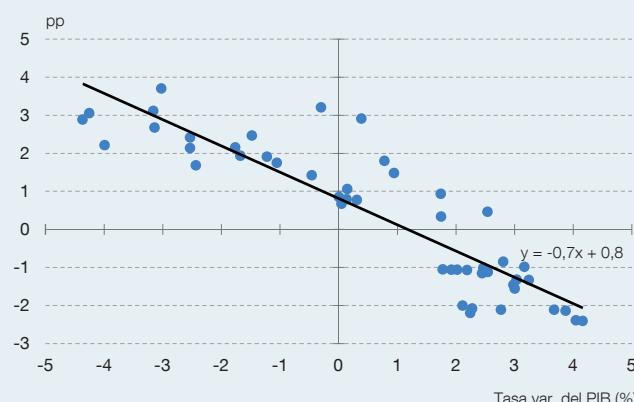
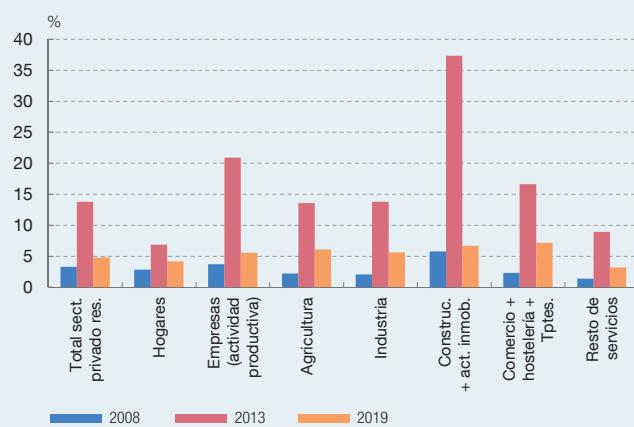


Gráfico 3
DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DE LA RATIO DE MORA, 2008-2019



FUENTE: Banco de España.

a El capital *Tier 1* se compone del capital de mayor calidad, o capital ordinario de nivel 1 CET1, y de otros elementos adicionales (instrumentos híbridos, como algunas participaciones preferentes).

Gráfico 2
DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DEL CRÉDITO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS, 2008-2019

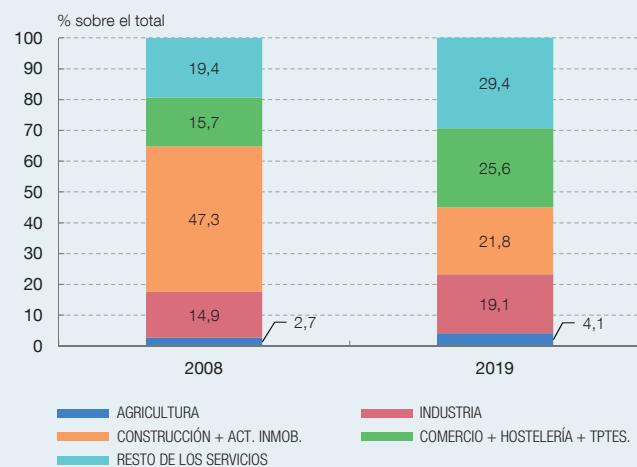


Gráfico 4
EVOLUCIÓN DEL CAPITAL *TIER 1* (a)



actividades productivas (empresas), la diferencia entre la tasa de mora en 2019 y la registrada en 2008 no llega a los 2 pp, mientras que, para ciertos sectores, dicha diferencia es sensiblemente mayor (más de dos veces superior, en términos relativos, en agricultura, en industria y en el grupo de comercio, hostelería y transporte).

La ratio de morosidad en el crédito a hogares en 2019 (4,2 %) se situaba también por encima de su nivel en 2008 (2,8 %), tras mejorar sustancialmente a partir del período transcurrido desde el final de la última crisis. La capacidad de los hogares para mantenerse al corriente de sus obligaciones de pago es también clave para la estabilidad financiera, ya que los préstamos a hogares representaban en diciembre de 2019 alrededor del 54 % de los préstamos de las entidades bancarias al sector privado residente. En particular, el crédito al consumo representaba un 11,6 % del crédito a hogares en esa fecha, pero ha venido presentando, en general, un crecimiento elevado desde 2015. Los análisis disponibles sobre la evolución de la mora de los créditos a hogares revelan que, para aquellos que recurren a distintos productos de préstamos, los incumplimientos tienden a producirse, en primer lugar, en el segmento de consumo³. Considerando la evolución reciente del crédito al consumo y estos patrones históricos, es esperable que este segmento sufra un impacto relativamente elevado y temprano en su calidad crediticia como consecuencia de la crisis del Covid-19. En cambio, en la medida en que la actual crisis se acabe confirmando como un episodio fundamentalmente temporal, cabe esperar que el aumento de la tasa de mora de los préstamos hipotecarios de los hogares se mantenga contenido, dado que las hipotecas que sobrevivieron a la crisis financiera global presentan, en general, una alta calidad crediticia, y los nuevos préstamos hipotecarios se han concedido con unos estándares crediticios prudentes⁴.

Finalmente, aunque la ratio de morosidad es un indicador muy útil de la calidad de los balances bancarios, hay que tener en cuenta que esta ratio no proporciona toda la

información necesaria para poder valorar la capacidad de las entidades para hacer frente a las pérdidas asociadas a la morosidad. En primer lugar, debe valorarse el conjunto de las condiciones macroeconómicas y financieras en todo el período temporal de los escenarios considerados. En particular, el coste de un aumento de la tasa de mora en 2020 puede variar en función de la evolución económica en 2021 y 2022. Así, de materializarse una recuperación significativa de la actividad en este período, como se contempla en la mayoría de las previsiones más recientes, cabe esperar también un repunte de las recuperaciones de crédito, esto es, un retorno de deudores en estado moroso en 2020 a un estado normal en 2021-2022, y una evolución más favorable de los precios de los activos que sirven de garantía a los préstamos, lo que limitaría las pérdidas efectivas.

En segundo lugar, la capacidad de resistencia de las entidades también depende de los elementos de absorción de pérdidas de los que disponen: tanto provisiones (destinadas a la cobertura de las pérdidas esperadas) como capital (capacidad de absorción de las pérdidas inesperadas). En la anterior crisis, la existencia de las provisiones genéricas dotó a las entidades de un fondo de alrededor de 26 mm de euros para poder hacer frente a las pérdidas iniciales que tuvieron que afrontar. Al inicio de la crisis actual, a consecuencia del reforzamiento del capital (volumen y calidad de este) como respuesta a la crisis financiera internacional, las entidades de depósito españolas han pasado de tener un volumen de capital de nivel 1 (*Tier 1*) de alrededor de 158 mm de euros en 2007 a casi 215 mm de euros en 2019, esto es, un aumento de 57 mm de euros en esta categoría de capital. En términos del activo total, el capital *Tier 1* ha pasado de representar un 4,8 % en 2007 a un 5,8 % a finales de 2019 (véase gráfico 4), ampliando, por tanto, la capacidad de absorción de las pérdidas inesperadas derivadas del aumento de la morosidad que previsiblemente cause la crisis del Covid-19 en 2020.

3 Véase «Encadenamiento de impagos en los préstamos a hogares», recuadro 1.2, *Informe de Estabilidad Financiera*, primavera de 2020.

4 Véase *El mercado de la vivienda en España entre 2014 y 2019*, Documentos Opcionales, n.º 2013, Banco de España, 2020.

ÍNDICE DE IMÁGENES

- Chaflán de Cibeles. Autor: Luis Asín. © Banco de España 1
- Gobernador del Banco de España. Autor: Daniel Santamaría. © Banco de España 10
- Vista general del pasillo de la planta principal del Banco de España sobre el paseo del Prado.
Autor: Daniel Santamaría. © Banco de España 32
- Cubierta del Patio de Operaciones de la sede principal del Banco de España, con vidrieras de la casa Maumejean. Autor: Daniel Santamaría. © Banco de España 44
- Escalera situada en el edificio de cierre de la sede principal del Banco de España en Madrid.
Autor: Daniel Santamaría. © Banco de España 72
- Vista parcial del Banco de España en el paseo del Prado. Autor: Daniel Santamaría.
© Banco de España 114
- Vista de la sede principal del Banco de España desde el monumento dedicado a las víctimas del Covid-19. Autor: Daniel Santamaría. © Banco de España 172

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.). La lista completa de las publicaciones del Banco de España se encuentra en su sitio web, en <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/Relacionados/Fic/Catalogopublicaciones.pdf>.

La mayor parte de estos documentos está disponible en formato pdf y se puede descargar gratuitamente en el sitio web del Banco de España, en <http://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/>. El resto puede solicitarse a publicaciones@bde.es.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2020
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)
Depósito legal: M. 26000-2003

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Pùblicas	FSE	Fondo Social Europeo
ABE	Autoridad Bancaria Europea	IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	ICO	Instituto de Crédito Oficial
ANFAC	Asociación Nacional de Fabricantes de Automóviles y Camiones	IFM	Instituciones Financieras Monetarias
BCE	Banco Central Europeo	IGAE	Intervención General de la Administración del Estado
BCN	Bancos Centrales Nacionales	IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
BE	Banco de España	INE	Instituto Nacional de Estadística
BOE	Boletín Oficial del Estado	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BPI	Banco de Pagos Internacionales	IPC	Índice de Precios de Consumo
CBE	Circular del Banco de España	IPI	Índice de Producción Industrial
CE	Comisión Europea	IPRI	Índice de Precios Industriales
CCAA	Comunidades Autónomas	IPSEBENE	Índice de Precios de Servicios y de Bienes Elaborados No Energéticos
CCLL	Corporaciones Locales	ISFLSH	Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CEM	Confederación Española de Mutualidades	NEED	Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española	OBS	Obra Benéfico-Social
CFG	Crisis Financiera Global	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
CNE	Contabilidad Nacional de España	OM	Orden Ministerial
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
DEG	Derechos Especiales de Giro	OSR	Otros Sectores Residentes
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
DGT	Dirección General de Tráfico	PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	PIB	Producto Interior Bruto
EC	Entidades de crédito	PIBpm	Producto Interior Bruto a precios de mercado
EFC	Establecimientos financieros de crédito	PNB	Producto Nacional Bruto
Eonia	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (<i>Euro Overnight Index Average</i>)	RD	Real Decreto
Euríbor	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (<i>Euro Interbank Offered Rate</i>)	Sareb	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria
Eurostat	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
EPA	Encuesta de población activa	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
FAAF	Fondo para la Adquisición de Activos Financieros	SEPE	Servicio Público de Empleo Estatal
FEADER	Fondo Europeo Agrícola de Desarrollo Rural	SME	Sistema Monetario Europeo
FEAGA	Fondo Europeo Agrícola de Garantía	TAE	Tasa Anual Equivalente
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	UE	Unión Europea
FEP	Fondo Europeo de Pesca	UEM	Unión Económica y Monetaria
FFPP	Fondos de Pensiones	UE-15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
FGD	Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito	UE-25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	UE-27	Países componentes de la Unión Europea desde 1.1.2007
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria	UE-28	Países componentes de la Unión Europea desde 1.7.2013
FMI	Fondo Monetario Internacional	VNA	Variación Neta de Activos
FMM	Fondos del Mercado Monetario	VNP	Variación Neta de Pasivos

SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

De acuerdo con la práctica de la UE, los países están ordenados según el orden alfabético de los idiomas nacionales.

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (lev búlgaro)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EUR (euro)
IE	Irlanda	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
HR	Croacia	HRK (kuna)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	EUR (euro)
LV	Letonia	EUR (euro)
LT	Lituania	EUR (euro)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forint húngaro)
MT	Malta	EUR (euro)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (zloty polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
RO	Rumanía	RON (nuevo leu rumano)
SI	Eslovenia	EUR (euro)
SK	Eslovaquia	EUR (euro)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	Estados Unidos	USD (dólar estadounidense)

ABREVIATURAS Y SIGNOS

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
m€/me	Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
pb	Puntos básicos.
pp	Puntos porcentuales.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
T _j ⁱ	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
m _j	Tasa de crecimiento básico de período j.
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese período y el siguiente. Dato no disponible.
...	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
—	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.
0,0	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.