

LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ANTE LA CRISIS
DEL COVID-19

Comparecencia ante la Comisión de
Asuntos Económicos y Transformación
Digital del Congreso de los Diputados
18 de mayo de 2020

2020

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema

Documentos Ocasionales
N.º 2023

Pablo Hernández de Cos

LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ANTE LA CRISIS DEL COVID-19

**Comparecencia ante la Comisión de Asuntos Económicos y Transformación Digital
del Congreso de los Diputados, 18 de mayo de 2020**

LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ANTE LA CRISIS DEL COVID-19
Comparecencia ante la Comisión de Asuntos Económicos
y Transformación Digital del Congreso de los Diputados
18 de mayo de 2020

Pablo Hernández de Cos

GOBERNADOR

La serie de Documentos Ocasionales tiene como objetivo la difusión de trabajos realizados en el Banco de España, en el ámbito de sus competencias, que se consideran de interés general.

Las opiniones y análisis que aparecen en la serie de Documentos Ocasionales son responsabilidad de los autores y, por tanto, no necesariamente coinciden con los del Banco de España o los del Eurosistema.

El Banco de España difunde sus informes más importantes y la mayoría de sus publicaciones a través de la red Internet en la dirección <http://www.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: 1696-2230 (edición electrónica)

Resumen

La pandemia de coronavirus ha colocado nuestra economía en una situación inédita, por la enorme magnitud de esta perturbación adversa, su previsible temporalidad, aunque con potenciales daños estructurales, y su absoluta globalidad. Algunas características de la economía española —la especialización sectorial del tejido productivo, el reducido tamaño medio de las empresas y la elevada temporalidad en el empleo— la hacen más vulnerable que las de otros países a esta perturbación.

Esta situación demanda, en una primera fase, políticas económicas inmediatas contundentes, acotadas en el tiempo —hasta que el empleo y la actividad económica recuperen el pulso tras el proceso de hibernación inducida— y coordinadas internacionalmente. El objetivo es paliar la pérdida de rentas de los hogares y las empresas afectados por la crisis, y evitar que una perturbación de carácter temporal genere efectos persistentes en el tiempo; para ello, la política fiscal es la herramienta más adecuada. La política monetaria debe operar también de manera enérgica para garantizar a los agentes económicos unas condiciones de financiación y liquidez adecuadas. Las políticas micro- y macroprudencial deben promover que las entidades financieras sigan haciendo llegar el crédito a las familias y a las empresas, y, a la vez, preservar la estabilidad financiera del sistema. Además, la crisis, por ser global, exige una respuesta coordinada a escala internacional y, en el plano europeo, una respuesta conjunta, soportada por un mecanismo de mutualización de recursos financieros y de riesgos, y una unión bancaria completa.

Una vez superada la fase más aguda de esta crisis, las políticas económicas deberán abordar, fundamentalmente, los siguientes retos: reducir el déficit estructural y la deuda pública, y favorecer el crecimiento a largo plazo. La estrategia deberá descansar en un programa de consolidación presupuestaria de medio plazo —que, a través de una revisión del gasto y de la estructura y capacidad impositivas, permita sanear nuestras finanzas públicas—, así como en un programa de reformas estructurales que eleven la capacidad de crecimiento económico, con especial atención a la mejora del capital humano y al gasto eficiente en I+D.

Palabras clave: Covid-19, perturbación, respuesta a la crisis, políticas macroeconómicas, reformas estructurales, proyecto europeo, crecimiento potencial.

Códigos JEL: E6, E60, E61, E65, E66, F01, F55.

Abstract

The coronavirus pandemic has placed our economy in an unprecedented situation. The adverse shock has been on an enormous scale and truly global in nature, and while it is foreseeably temporary it has the potential to cause structural harm. Certain characteristics of our economy – the sectoral specialisation of our productive system, the small average size of firms and the high temporary employment ratio – make it more vulnerable than other countries to this shock.

This situation initially calls for immediate and forceful economic policies. These should be time-limited – until employment and economic activity regain momentum following the shutdown imposed – and internationally coordinated. The aim is to alleviate the loss of income of the households and firms affected by the crisis and to prevent a temporary shock from causing persistent effects over time. And in this connection, fiscal policy is the most suitable tool. Monetary policy should also operate actively to ensure appropriate financing and liquidity conditions for economic agents. Micro- and macroprudential policies should spur financial institutions to continue to see that lending reaches households and firms and, in turn, they should preserve the system's financial stability. Moreover, the crisis, as it is global, requires an internationally coordinated response. At the European level, a joint response is imperative, underpinned by a financial resources- and risk-sharing mechanism, and a complete Banking Union.

Once the height of this crisis is behind us, economic policies should essentially tackle the following challenges: to reduce the structural deficit and public debt, and to promote long-term growth. The strategy should rest on twin programmes: a medium-term budgetary consolidation programme which, through a review of spending and of the tax structure and capacity, enables health to be restored to our public finances; and a structural reforms programme that raises economic growth capacity, with particular attention to enhancing human capital and efficient R&D expenditure.

Keywords: COVID-19, shock, crisis response, macroeconomic policies, structural reforms, European project, potential growth.

JEL classification: E6, E60, E61, E65, E66, F01, F55.

Índice

Resumen 5

Abstract 6

Los desarrollos de corto plazo y los escenarios macroeconómicos de referencia 12

El impacto de la crisis sobre el sistema financiero 21

La política fiscal como principal mecanismo de defensa 28

El papel de la política monetaria 30

El papel del sistema financiero en la superación de la crisis 34

La necesidad de una respuesta común de los países del área del euro 37

Los retos tras el Covid-19 40

i) La necesidad de reducir el déficit estructural y la deuda pública 40

ii) Las políticas de fomento del crecimiento a largo plazo 44

Conclusión 48

Señorías:

Comparezco ante ustedes en unas circunstancias especialmente duras. Nuestro país, como muchos otros, está atravesando una etapa enormemente compleja. Quiero dedicar las primeras palabras de mi intervención a toda la ciudadanía, que está mostrando un comportamiento ejemplar, y muy en especial a todos los profesionales que, poniendo en riesgo incluso su propia salud, están haciendo un esfuerzo denodado para preservar la de los demás y mantener en funcionamiento los servicios esenciales. Por supuesto, estas primeras palabras son también de condolencia para las personas que han perdido a algún ser querido en esta pandemia.

Nos enfrentamos a una situación inédita que, desde el punto de vista del impacto económico, presenta tres características que querría destacar, dado que, en mi opinión, condicionan la respuesta óptima de la política económica.

En primer lugar, la magnitud de la perturbación es elevadísima. Desgraciadamente, hemos comprobado cómo en unos pocos días esta pandemia ha llevado al límite a nuestro sistema sanitario, segado miles de vidas humanas y dejado una cicatriz profunda en otras tantas familias y en el conjunto de la sociedad española. La situación ha llevado a nuestras autoridades, como a tantos otros Gobiernos de todo el mundo, a adoptar medidas drásticas de distanciamiento social que suponen una limitación muy severa de los movimientos de las personas y la suspensión casi completa de la actividad de algunos procesos productivos.

Estas medidas están teniendo un impacto económico muy intenso a causa de la reducción de la oferta y la demanda de bienes y servicios. En paralelo, el aumento de la incertidumbre generada por la pandemia ha producido un deterioro muy acusado de la confianza de los agentes y una fuerte caída del precio de muchos activos financieros. Como resultado, este año se registrarán previsiblemente los retrocesos del PIB más abultados desde la Segunda Guerra Mundial en el conjunto de las economías avanzadas y desde la Guerra Civil en el caso de España. La constatación del fuerte impacto sobre nuestra economía a partir de la evidencia estadística acumulada en las últimas semanas y las dificultades que comienzan a vislumbrarse de cara a la eventual recuperación hacen, de hecho, que los escenarios con caídas del PIB más moderadas que se proyectaban hace un mes sean hoy poco realistas, como detallaré más adelante.

En segundo lugar, se trata de una crisis causada por un factor que, al menos en principio, tiene una naturaleza temporal —aunque probablemente más duradera de lo que inicialmente anticipábamos— y es ajena al propio funcionamiento de la economía. La duración de la perturbación es incierta, pero, en todo caso, debería ser limitada y dar paso a una recuperación una vez que hayamos controlado la enfermedad. De cualquier manera, como luego subrayaré, a pesar de este carácter temporal, no es descartable que se produzcan también algunos daños o cambios estructurales tras la crisis, que es preciso identificar a tiempo.

La tercera y última característica que me gustaría destacar es la naturaleza global de esta crisis, que va a infligir un golpe muy duro a la economía mundial. Esto significa que la profundidad de la recesión de la economía española y su posterior recuperación dependerán también de la marcha de nuestros principales socios comerciales.

Estas tres características determinan las peculiaridades de la respuesta que deben dar las distintas políticas económicas. La severidad, la temporalidad y la globalidad de la perturbación demandan que, en una primera fase, las acciones de política económica sean contundentes, acotadas en el tiempo —hasta que el empleo y la actividad económica recuperen el pulso tras el proceso de hibernación inducida— y coordinadas a escala internacional.

El objetivo de esta «terapia de choque» debe ser sacar a la economía de esa hibernación con el menor daño posible y evitar, por tanto, que una perturbación de carácter temporal genere efectos persistentes en el tiempo. Esto requiere una acción decidida durante la actual etapa de restricciones a la actividad, para paliar así la pérdida de rentas de los hogares y las empresas afectados por la crisis, y evitar que la suspensión temporal de la actividad de las compañías acabe convirtiéndose en definitiva. Esta acción deberá adaptarse a la duración de las restricciones a la actividad, teniendo en cuenta que estas afectarán previsiblemente de forma heterogénea a las distintas ramas productivas y empresas.

En la fase actual, de contención del impacto económico de la crisis, la política fiscal es la herramienta más adecuada como primera línea de defensa. Como decía, evitar que la suspensión temporal de la actividad acabe convirtiéndose en una destrucción permanente de tejido productivo requiere paliar la pérdida de las rentas de los hogares y las empresas afectados. Y también, desde el punto de vista de la equidad, parece razonable repartir entre el conjunto de la sociedad los costes que una parte de la ciudadanía ya está soportando de una forma muy directa. En este sentido, solo la política fiscal cuenta con los instrumentos adecuados para lograr esos objetivos con acciones inmediatas, focalizadas y que se acomoden a una duración incierta y heterogénea.

Por su parte, la política monetaria debe operar también de manera enérgica para garantizar a los distintos agentes económicos unas condiciones de financiación y liquidez adecuadas. En el caso del área del euro, esto implica eliminar la posibilidad de episodios de fragmentación financiera entre sus distintos miembros, lo que es particularmente importante en un contexto en el que las necesidades de financiación de las economías aumentarán de manera muy significativa como consecuencia de la crisis.

En paralelo, las políticas micro- y macroprudencial del sistema financiero deben actuar para garantizar un adecuado flujo de crédito a la economía y, a la vez, preservar la estabilidad financiera del sistema. Se trata de lograr que las entidades financieras sigan haciendo llegar el crédito a las familias y a las empresas en esta situación de crisis —permitiéndoles, por ejemplo, hacer uso de los colchones de capital acumulados en los

últimos años precisamente con este objetivo—, y de evitar que el incremento del riesgo de crédito, de mercado y operativo derivado del fuerte deterioro de la actividad acabe generando problemas de estabilidad financiera.

Además, el hecho de que la crisis sea global exige una respuesta coordinada entre los distintos países. La tentación de recurrir a políticas proteccionistas debe ser evitada, ya que esto solo puede entorpecer la lucha contra la pandemia, y retrasar y debilitar la esperada recuperación económica de todos. Por el contrario, deberíamos reforzar los mecanismos multilaterales de coordinación de las políticas económicas a escala internacional ya existentes.

Esa necesidad es especialmente obvia en lo que respecta a los Estados miembros del área del euro, por el hecho de compartir la misma moneda. Para todos y cada uno de estos países, la acción conjunta —más allá de la respuesta de la política monetaria común— es la vía más eficaz para garantizar que los efectos económicos de la pandemia sean superados en un plazo de tiempo menor y a un coste más reducido. Esta acción coordinada es también necesaria como mecanismo para reforzar la solidaridad del proyecto europeo: aunque el *shock* ha sido común, los efectos por países no han sido homogéneos, como tampoco lo era la situación de partida de cada uno de ellos para afrontarlos.

Los elementos necesarios para una respuesta europea adecuada a esta crisis coinciden, en gran medida, con los que eran ya imprescindibles antes del Covid-19 para completar la arquitectura institucional del área del euro: la creación de un mecanismo de mutualización de recursos presupuestarios potente que, en el contexto de la actual crisis, facilite la financiación del gasto público que ha surgido como consecuencia de la pandemia y de aquellas otras necesidades que surjan durante la recuperación; la finalización de la unión bancaria, con la puesta en marcha de un fondo de garantía de depósitos europeo, y el desarrollo pleno del proyecto para alcanzar una verdadera unión del mercado de capitales europea.

En este ámbito concreto de la actuación conjunta europea existe claramente margen para potenciar la respuesta a la crisis proporcionada hasta ahora. En otras áreas de la política económica —políticas fiscal, monetaria y prudencial—, el grado, la composición y la duración de la respuesta deberán acomodarse a los de la propia pandemia y sus efectos económicos.

Con todo, el desarrollo futuro de esta crisis está rodeado de un grado de incertidumbre inusualmente elevado. A día de hoy, desde el punto de vista de la salud pública, son numerosas las incógnitas sin despejar acerca de la evolución de la enfermedad en los próximos meses, lo que determinará el ritmo de normalización de nuestra vida cotidiana y, por tanto, de la actividad económica. En este sentido, con independencia de la idoneidad de las medidas de contención, cuanto mayor sea la duración de la hibernación económica, más daños sufrirá la actividad. Hemos de ser conscientes, por tanto, de que todo lo que hagamos ahora puede no ser suficiente para rescatar a la economía sin daños de magnitud considerable.

Además, no hay que descartar que, más allá de sus efectos en el corto y en el medio plazo, la pandemia genere también algunos cambios estructurales en la oferta y en la demanda

de nuestras economías que, aunque difíciles de anticipar en estos momentos, resulta crucial identificar a tiempo para dar la respuesta económica adecuada. La identificación temprana de esos daños o transformaciones estructurales es importante, pues la réplica de la política económica no debe dirigirse tan solo a sostener temporalmente las rentas de las empresas y los trabajadores afectados, sino también a favorecer la reconstrucción y la reasignación sectorial y entre empresas.

Ahora bien, la actual «terapia de choque» no está exenta de efectos secundarios adversos, que son especialmente visibles en el fuerte aumento del endeudamiento público. Por ello, del mismo modo que la decidida respuesta fiscal a corto plazo permitirá minorar el daño futuro en nuestra economía, debemos aceptar que un mayor impulso presupuestario en la actualidad debe venir de la mano de una estrategia clara de saneamiento de las cuentas públicas. Esto es particularmente necesario en países, como España, que se enfrentan a esta crisis desde una posición de partida de sus finanzas públicas vulnerable, como consecuencia de unos niveles elevados de endeudamiento público y déficit estructural.

Esta estrategia deberá descansar en un programa de consolidación presupuestaria de medio plazo que, a través de una revisión del gasto y de la estructura y capacidad impositivas, permita sanear nuestras finanzas públicas, así como en un programa de reformas estructurales que eleven la capacidad de crecimiento económico y, por tanto, amplíen las bases impositivas necesarias para financiar el nivel deseado de gasto.

La implementación de esta estrategia de consolidación fiscal y de reformas estructurales ha de efectuarse una vez que se superen este episodio y sus efectos económicos, pero su diseño y comunicación no deberían dilatarse. En el corto plazo, no cabe una retirada prematura de las medidas fiscales de emergencia, pues esto aumentaría el riesgo de que el crecimiento económico sufriera daños más duraderos. Sin embargo, la contrapartida necesaria de este activismo fiscal es el anuncio temprano de una estrategia de reducción de los desequilibrios fiscales para su implementación posterior, que necesariamente deberá ser gradual.

Una definición temprana de esta estrategia tendría importantes beneficios para la credibilidad de nuestra política económica y permitiría potenciar los efectos expansivos de las actuaciones fiscales actuales.

Desarrollar plenamente esta fase requerirá un acuerdo político acorde a la magnitud del reto al que nos enfrentamos que se mantenga previsiblemente durante varias legislaturas.

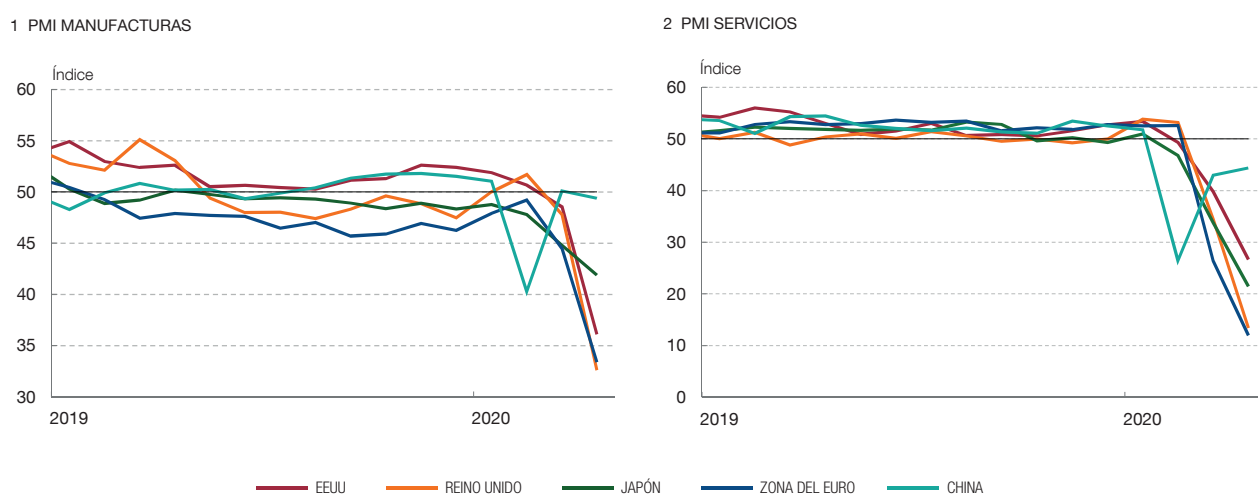
El resto de mi intervención de hoy se estructura en tres grandes bloques. En el primero de ellos daré algunos detalles sobre la magnitud de la perturbación económica que estamos sufriendo, incluido su efecto sobre la estabilidad financiera. Después pasaré a repasar el papel que las distintas políticas económicas están desempeñando en esta fase de hibernación de nuestra economía. Dedicaré, por último, la parte final de esta intervención a reflexionar sobre la función que, en mi opinión, deben tener las políticas económicas una vez que superemos la fase más aguda de la crisis.

Los desarrollos de corto plazo y los escenarios macroeconómicos de referencia

A escala global, la expansión de la pandemia y las necesarias medidas de contención han alterado de forma abrupta la evolución de la economía mundial. La evidencia de la que hemos ido disponiendo en estos últimos meses muestra un retroceso muy elevado de la actividad y del empleo, que es especialmente intenso en las ramas de servicios y en aquellos países que, al verse afectados por brotes epidémicos de mayor intensidad, han introducido medidas de contención más drásticas.

Gráfico 1

COVID-19: UNA PERTURBACIÓN ENORME, REPENTINA Y GLOBAL



FUENTE: IHS Markit. Última observación: abril.

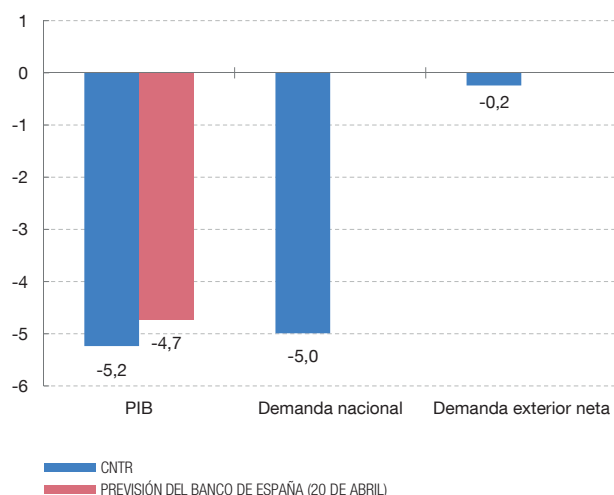
En China, primera economía golpeada por la enfermedad, el primer trimestre del año se saldó con un retroceso del PIB cercano al 10% en tasa intertrimestral. En Estados Unidos, la caída fue menor, de en torno al 1,2% intertrimestral, si bien es verdad que la propagación del contagio fue más tardía. En este país, la tasa de paro mensual registró en abril su mayor aumento de la serie [de más de 10 puntos porcentuales (pp)], hasta situarse en el 14,7%, que es el nivel más alto desde la Gran Depresión de los años treinta del siglo pasado. Para el área del euro, la estimación preliminar apunta a un retroceso del PIB del 3,8% en el primer trimestre.

Como bien saben sus señorías, nuestro país ha sido uno de los más duramente golpeados tanto por la propia crisis sanitaria como, consiguientemente, por el impacto sobre la actividad económica de las medidas de contención. Transcurridos más de dos meses desde la declaración del estado de alarma, ya contamos con información estadística relevante sobre la magnitud de la perturbación que está padeciendo la economía española. En concreto, la estimación preliminar del Instituto Nacional de Estadística señala que el PIB disminuyó un 5,2% en el primer trimestre de 2020, a pesar de que el confinamiento

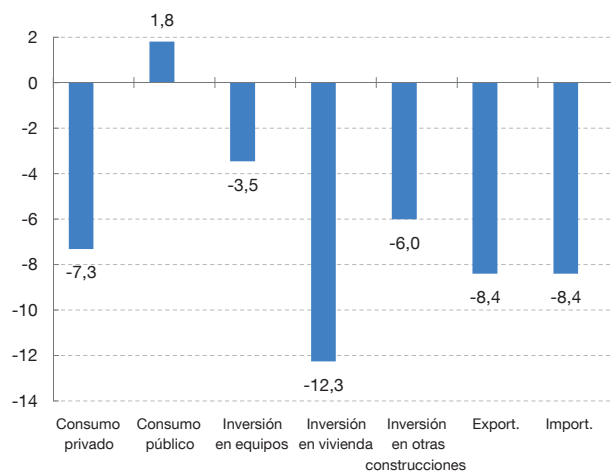
Gráfico 2

LA CONTABILIDAD NACIONAL TRIMESTRAL DE ESPAÑA REFLEJÓ EL FUERTE IMPACTO DE LAS DOS SEMANAS DE CONFINAMIENTO DE MARZO

1 PIB EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2020: CAÍDA INTERTRIMESTRAL (%) Y APORTACIONES (pp)



2 COMPONENTES EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2020: TASAS INTERTRIMESTRALES (%)

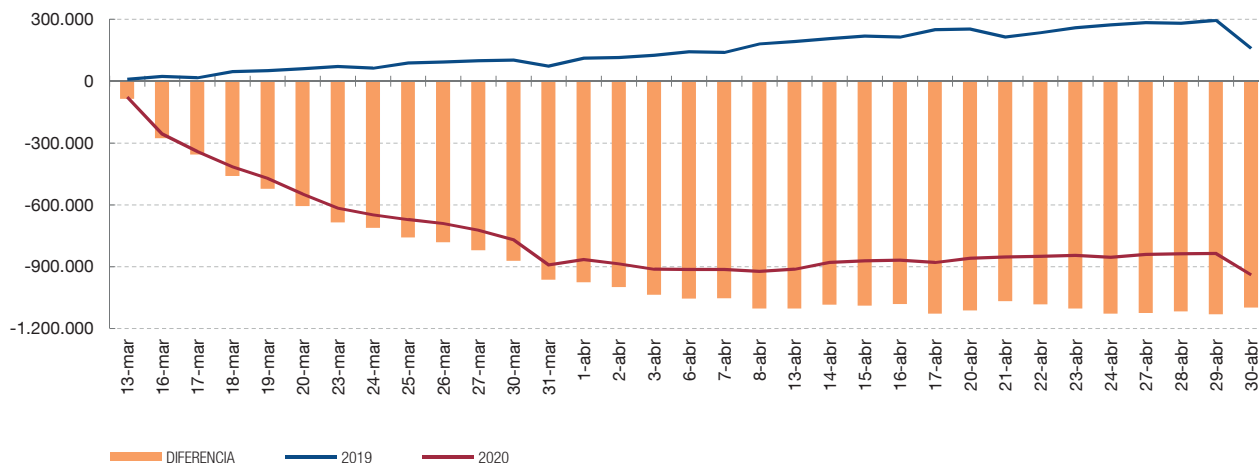


FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

Gráfico 3

EL COSTE EN TÉRMINOS DE EMPLEO ESTÁ SIENDO MUY ELEVADO

VARIACIÓN ACUMULADA DE LA AFILIACIÓN DESDE EL 13 DE MARZO HASTA EL 30 DE ABRIL (2019 Y 2020)



FUENTE: Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social. Última observación: abril de 2020.

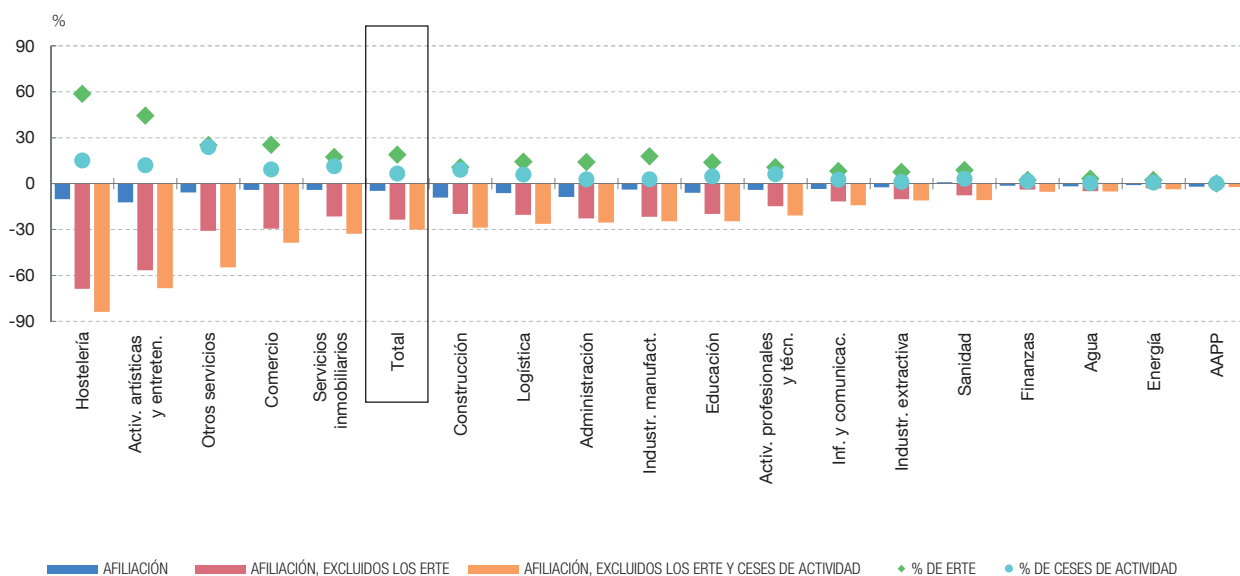
afectó solamente a las dos últimas semanas de ese período. De confirmarse, este retroceso intertrimestral del PIB en el primer trimestre del año duplicaría el observado entre enero y marzo de 2009, en el peor momento de la crisis financiera global. Como cabría esperar, la reducción del valor añadido ha sido particularmente aguda en algunas ramas de la actividad del sector servicios y ha afectado también con intensidad a la construcción.

En el mercado de trabajo, la huella de la pandemia y de las medidas adoptadas para contenerla está siendo también profunda. Las cifras de afiliación a la Seguridad Social arrojan una disminución del número de ocupados de casi 950.000 personas entre mediados de marzo y el 30 de abril. La destrucción de empleo se concentró fundamentalmente en la segunda quincena de marzo (y casi duplica la pérdida de puestos de trabajo que se produjo entre finales de noviembre de 2008 y finales de enero de 2009). Esa cifra contrasta con el alza de casi 160.000 personas en las afiliaciones a la Seguridad Social que se registró en el mismo período de 2019.

Gráfico 4

EL USO DE LOS MECANISMOS DE AJUSTE TEMPORAL DE EMPLEO ESTÁ SIENDO MUY ALTO EN ALGUNAS RAMAS DE SERVICIOS

VARIACIÓN EN LA AFILIACIÓN A FINAL DE MES ENTRE FEBRERO Y ABRIL, INCIDENCIA DE ERTE Y CESES DE ACTIVIDAD DE AUTÓNOMOS, POR RAMAS DE ACTIVIDAD

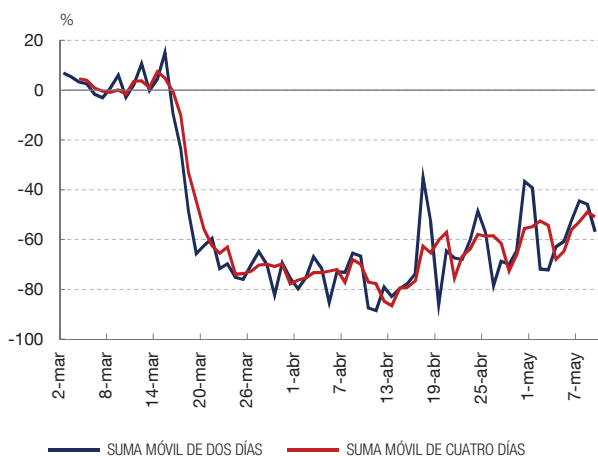
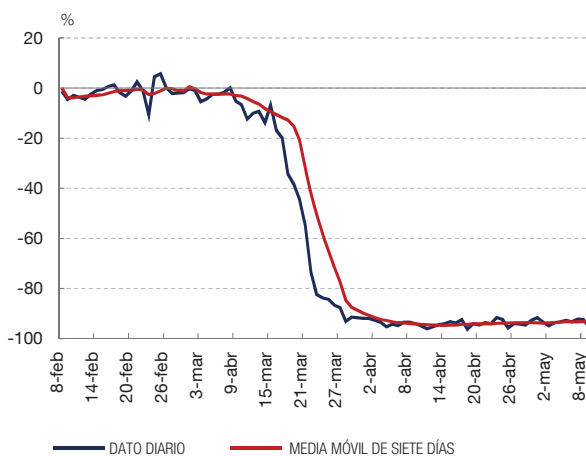


FUENTES: Banco de España, y Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social. Última observación: abril 2020.

En todo caso, las cifras de la Seguridad Social proporcionan una visión parcial de las consecuencias de la actual crisis sobre el mercado de trabajo. Un contingente aún más numeroso de asalariados, del orden de 3,4 millones, se ha acogido a expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE). Esta figura, como saben sus señorías, implica el mantenimiento formal de la relación contractual, a la espera de la reanudación de la actividad, aunque no exista prestación laboral efectiva. Además, 1,3 millones de trabajadores autónomos han solicitado la prestación por cese de actividad.

No se dispone aún de indicadores sobre el segundo trimestre del año, más allá de algunos de naturaleza cualitativa, por lo que resulta prematuro avanzar cuál será el retroceso del PIB en ese período. De todas maneras, dado que el número de semanas a las que afecta

EL INICIO DE LA DESESCALADA NO IMPEDIRÁ UN RETROCESO MUY SEVERO DEL PIB EN EL SEGUNDO TRIMESTRE

1 VENTA DE GASOLINA Y GASÓLEO
(VARIACIÓN INTERANUAL)2 TRÁFICO AÉREO EN AEROPUERTOS ESPAÑOLES
(VARIACIÓN INTERANUAL)

FUENTES: Banco de España y Organización Europea para la Seguridad de la Navegación Aérea. Última observación: 9 de mayo (venta de carburantes) y 10 de mayo (tráfico aéreo).

el cierre de la actividad es muy superior al del primer trimestre, cabe esperar una aceleración significativa de la caída del PIB¹.

Más allá del corto plazo, las estimaciones de la duración y la profundidad de los efectos de la perturbación sobre la economía están sometidas todavía a un grado de incertidumbre muy elevado. En principio, si esas incertidumbres se despejaran a lo largo de los próximos meses, cabría esperar un repunte de la actividad ya en el segundo semestre del año. Pero ello dependerá, a grandes rasgos, de dos tipos de factores. El primero de ellos está relacionado con la evolución futura de la enfermedad. En particular, no se puede descartar la posibilidad de que se produzcan rebrotes de la epidemia que pudieran hacer necesario reintroducir o reforzar puntualmente las limitaciones a distintos tipos de actividades productivas. En último término, esta fuente de incertidumbre no se disipará por completo hasta que no se disponga de una vacuna o de un tratamiento antivírico efectivos.

El segundo factor tiene que ver con el grado de efectividad de las medidas que, tanto en España como en el resto del mundo, las distintas autoridades económicas han puesto en marcha para tratar de evitar que la paralización de la actividad durante la fase más aguda de la pandemia se traduzca en pérdidas permanentes de puestos de trabajo y cierres de empresas. Como es obvio, el segundo de estos factores —la efectividad de las medidas económicas introducidas para minimizar los daños de la hibernación— depende, a su vez, del primero —la evolución futura de la pandemia—.

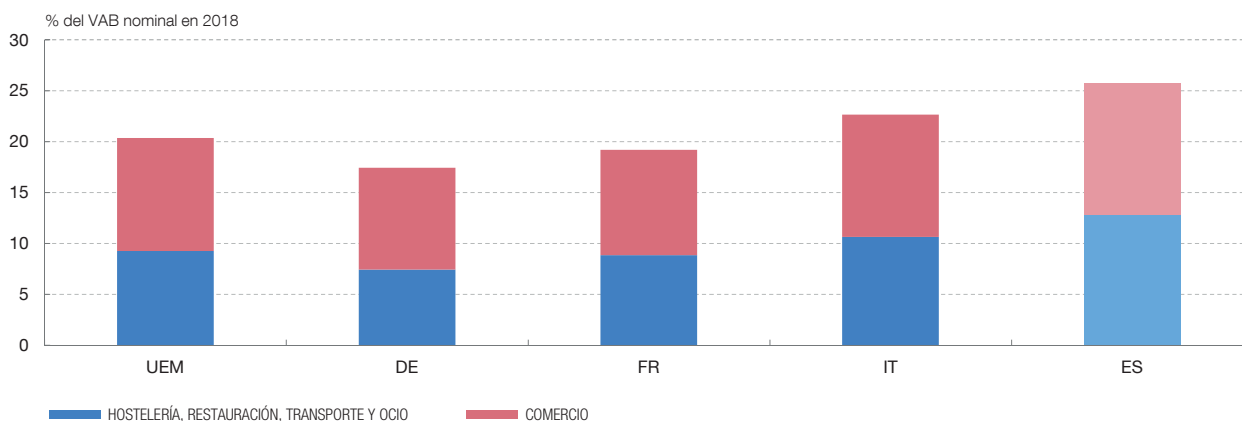
1 En los dos escenarios de referencia que el Banco de España publicó el pasado 20 de abril, a los que se hace alusión en este discurso, las caídas anticipadas del PIB en el segundo trimestre se sitúan en alrededor del 15% y el 20%, respectivamente, si bien la información de indicadores correspondiente a este período sigue siendo en este momento escasa para estimar de manera mínimamente precisa la magnitud del retroceso que se podría producir en el trimestre.

En todo caso, es importante destacar que algunas características de nuestra economía hacen que esta sea más vulnerable que las de otros países a la perturbación a la que nos enfrentamos, como la especialización sectorial de nuestro tejido productivo, el reducido tamaño medio de las empresas y el elevado grado de temporalidad en el empleo.

Gráfico 6

EL PESO DE LOS SECTORES AFECTADOS POR LA CRISIS ES MAYOR EN ESPAÑA QUE EN LOS PRINCIPALES PAÍSES DEL ÁREA DEL EURO

PESO DE SECTORES MUY AFECTADOS POR LAS MEDIDAS DE PROTECCIÓN Y EL CONFINAMIENTO



FUENTE: Eurostat.

En primer lugar, en nuestra economía las actividades relacionadas con el sector turístico tienen un peso muy elevado en términos tanto de valor añadido como de empleo. Y, como bien sabemos, las medidas de distanciamiento social han afectado con especial intensidad a las ramas de actividad relacionadas con la hostelería, la restauración y el ocio. La duración del período de vuelta a la normalidad en estos sectores es incierta, pero no pueden descartarse escenarios en los que la persistencia de la perturbación sea superior a la anticipada y, con ello, los daños infligidos al tejido productivo sectorial.

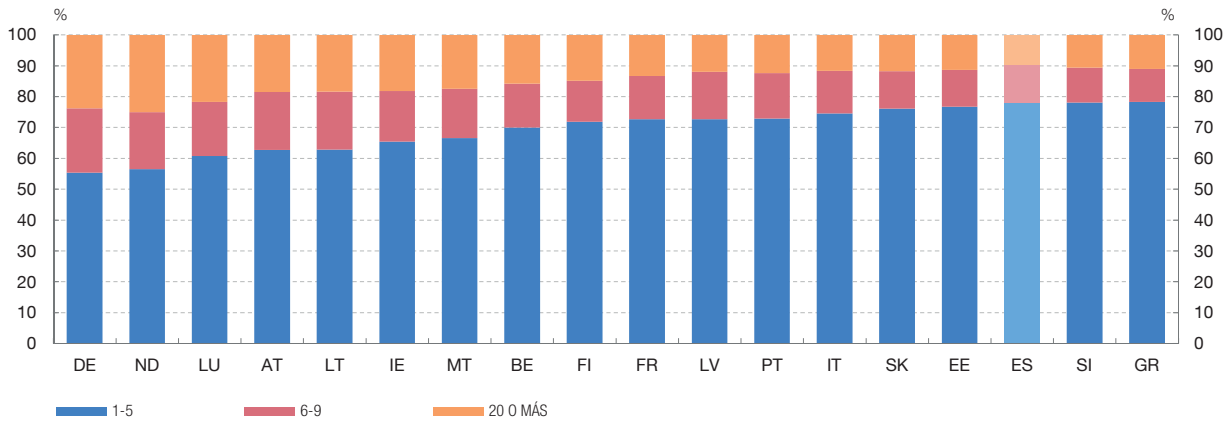
En conjunto, las ramas de actividad más afectadas por la pandemia representan, en el caso español, alrededor del 25 % del PIB, e incluyen la hostelería, el transporte y el comercio minorista, por las limitaciones al movimiento de las personas y la suspensión de su actividad, así como otras, como la industria automovilística, por el parón de la demanda y la interrupción de las cadenas globales de suministro.

En segundo lugar, en cuanto a la estructura empresarial, España se caracteriza por un peso de las pymes comparativamente más elevado que el de la mayoría de las economías del área del euro. En concreto, en 2019 el 90 % de las empresas tenían menos de diez trabajadores (frente al 75 % de Alemania). El reducido tamaño medio de las sociedades no financieras sitúa al tejido productivo español en una posición de mayor vulnerabilidad frente a la pérdida de ingresos como consecuencia de la crisis del Covid-19, dado que, con carácter general, las pymes cuentan con un menor acceso a la financiación externa y unos costes fijos más elevados en proporción de la facturación.

Gráfico 7

EL TAMAÑO EMPRESARIAL EN ESPAÑA ES REDUCIDO EN COMPARACIÓN INTERNACIONAL...

PORCENTAJE DE EMPRESAS SEGÚN NÚMERO DE TRABAJADORES, POR PAÍS

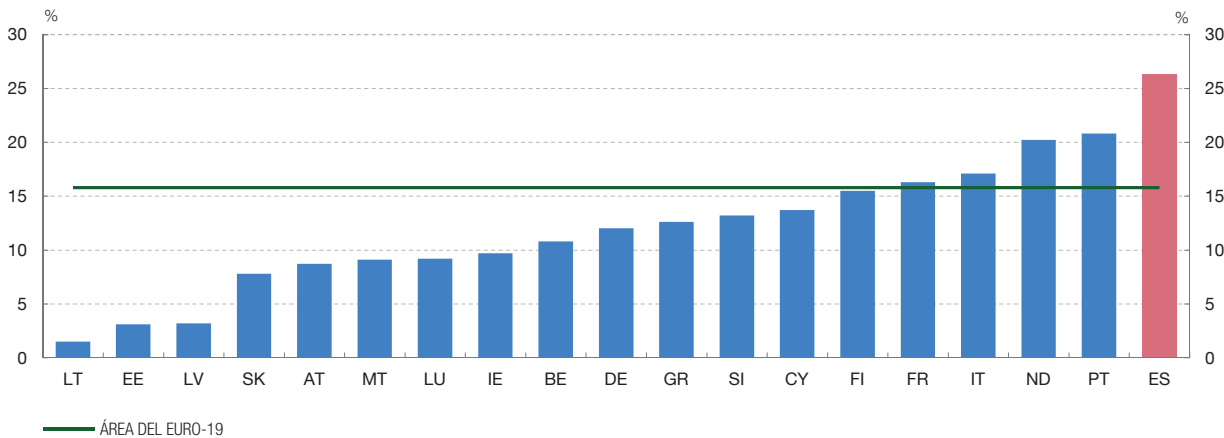


FUENTE: Eurostat (2017).

Gráfico 8

... Y LA TEMPORALIDAD ES MAYOR QUE EN OTROS PAÍSES

PORCENTAJE DE OCUPADOS DE 15-64 AÑOS CON CONTRATO TEMPORAL (2019)



FUENTE: Eurostat.

Por último, en esta crisis de nuevo se ha puesto de manifiesto con intensidad, tal y como ha sucedido en episodios recesivos anteriores, que, cuando sobreviene una perturbación adversa, la destrucción de puestos de trabajo recae desproporcionadamente sobre los asalariados temporales. En concreto, el peso de estos trabajadores en la caída de la afiliación entre marzo y abril habría sido de, aproximadamente, unas tres cuartas partes del total, proporción similar a la de la crisis financiera. Este hecho es, en primer lugar, profundamente injusto, porque supone que, a diferencia de los trabajadores fijos, los temporales apenas pueden contar con protección alguna una vez que expira su contrato, salvo que se articulen medidas excepcionales que iguallen esta protección. Más allá de consideraciones de equidad,

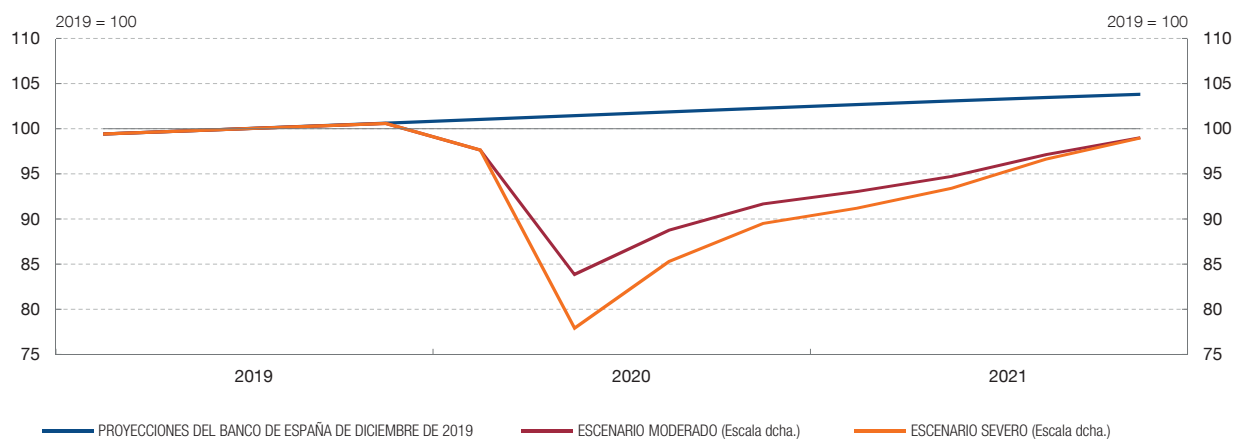
la alta temporalidad de nuestro mercado de trabajo introduce una elevada prociclicidad del empleo, que tiende a exacerbar la profundidad de las recesiones, además de generar efectos negativos sobre la productividad, a los que luego me referiré.

La mayor rotación laboral y la mayor tasa de parcialidad en el empleo afectan principalmente a los jóvenes. Este colectivo es especialmente vulnerable en estas circunstancias, ya que presenta menos colchones para afrontar una caída de ingresos inesperada, y los mecanismos de aseguramiento públicos de los que disponen son limitados en comparación con otros colectivos. Además, los jóvenes no habían recuperado todavía sus niveles de renta y riqueza anteriores a la crisis financiera.

Gráfico 9

ESCENARIOS DE REFERENCIA PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA: SEVERO RETROCESO DE LA ACTIVIDAD EN 2020 Y RECUPERACIÓN PARCIAL EN 2021

ESCENARIOS DE EVOLUCIÓN DEL PIB



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

En el contexto de elevada incertidumbre mencionado, la elaboración de proyecciones macroeconómicas con las metodologías habituales se dificulta enormemente. Por esa razón, el Banco de España optó, en su publicación del pasado 20 de abril, por elaborar varios escenarios alternativos recurriendo a herramientas analíticas de distinta naturaleza².

En cualquiera de los escenarios considerados, el confinamiento conduciría a una contracción muy severa del PIB de la economía española en 2020, de mayor intensidad cuanto más dilatado sea el período durante el cual sea necesario mantener las restricciones a la actividad económica y con más riesgos de que los problemas de liquidez que están sufriendo muchos agentes económicos en estos momentos den paso a situaciones de insolvencia. De cara al próximo año, estos escenarios dibujan una recuperación de la actividad y el empleo que, sin embargo, sería insuficiente para que el PIB alcanzara el nivel tendencial previo al Covid-19.

² Véase Banco de España (2020), «Escenarios macroeconómicos de referencia para la economía española tras el Covid-19», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020.

En concreto, en los dos escenarios que, de entre los publicados recientemente por el Banco de España, parecen más realistas en estos momentos, una vez descartado aquel que proyectaba una recesión más breve y moderada, el PIB caería un 9,5 % y un 12,4 %, respectivamente, en 2020 (y experimentarían incrementos posteriores del 6,1 % y el 8,5 % en 2021)³. Cabe señalar que las cifras del primero de estos escenarios no difieren significativamente de las que han dado a conocer otras instituciones, tanto nacionales y supranacionales como públicas y privadas. Así, por ejemplo, el Gobierno español, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la Comisión Europea han proyectado recientemente retrocesos de nuestra economía del 9,2 %, el 8 % y el 9,4 % para 2020, respectivamente. Por su parte, para el conjunto del área del euro, la caída del PIB prevista por el FMI y la Comisión Europea en el presente año es, respectivamente, del 7,5 % y el 7,7 % (y el retroceso correspondiente para el total mundial sería del 3 % y el 3,5 %).

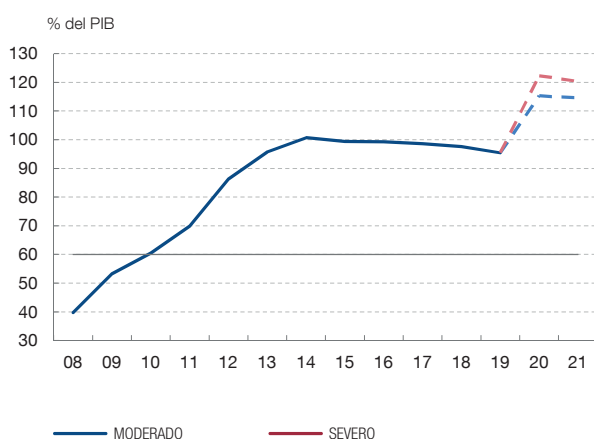
Estos escenarios incorporan el efecto de las medidas aprobadas en los distintos ámbitos —fiscal, monetario y prudencial—, a las que luego me referiré, de forma que las caídas de la actividad serían significativamente más elevadas en ausencia de esas medidas.

En cualquier caso, lo que se ha confirmado en las últimas semanas es que la recuperación no estará exenta de dificultades, sin que se puedan descartar escenarios más desfavorables que los considerados actualmente.

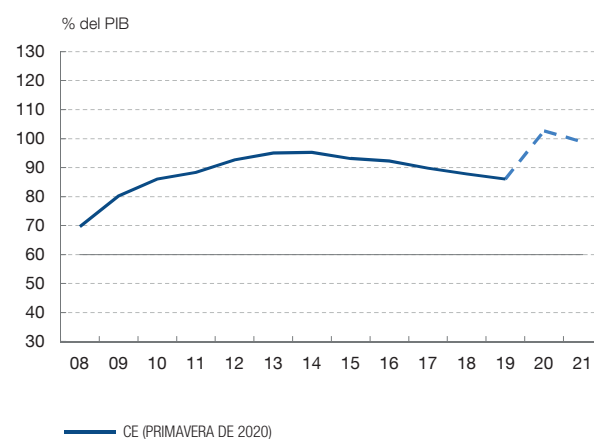
Gráfico 10

NOTABLE EMPEORAMIENTO DE LA SITUACIÓN PRESUPUESTARIA EN 2020 EN ESPAÑA Y EN EL CONJUNTO DEL ÁREA DEL EURO

1 DEUDA DE LAS AAPP EN ESPAÑA



2 DEUDA DE LAS AAPP EN EL ÁREA DEL EURO



FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística y previsiones económicas de primavera de la Comisión Europea (2020).

3 Estos son los escenarios 2 y 3 contruidos con el modelo trimestral del Banco de España (MTBE) en el citado artículo analítico (véase nota a pie de página número 2). Los supuestos sobre los que descansaba el escenario 1, en el que se suponía un levantamiento de las restricciones a la actividad casi completo al cabo de ocho semanas, parecen haber quedado superados ya por los desarrollos observados.

Por otra parte, estos escenarios macroeconómicos también permiten estimar que el coste presupuestario de la crisis será muy alto, por el doble efecto de las medidas paliativas adoptadas y, sobre todo, de la acción de los estabilizadores automáticos, que conducirán a un déficit público muy elevado este año, con su consiguiente traslación al endeudamiento del conjunto de las Administraciones Públicas (AAPP). En el escenario de caída del PIB más moderada, la ratio de deuda pública sobre el PIB se elevaría hasta alrededor del 115 %, cifra similar a la proyectada por el Gobierno español, la Comisión Europea, el FMI y la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF). De acuerdo con el escenario más adverso del Banco de España, la ratio de deuda se situaría incluso por encima del 120 % del PIB (unos 25 pp más que a finales de 2019)⁴. Por su parte, en el supuesto de recuperación económica proyectada para 2021, la ratio de endeudamiento público sobre el PIB se estabilizaría en torno a los niveles registrados en 2020 o se reduciría ligeramente.

Esta evolución no es específica de nuestro país: en sus últimas *Perspectivas de la Economía Mundial*, el FMI estimaba que los aumentos de los ratios de déficit y deuda, como porcentaje del PIB, podrían alcanzar en 2020 un orden de magnitud equiparable en el conjunto de las economías avanzadas. De modo análogo, según las previsiones más recientes de la Comisión Europea, la deuda pública del conjunto del área del euro se situará este año en el 102,7 % del PIB y superará la barrera del 100 % en otros seis países, además de España.

4 Las comparaciones entre instituciones sobre los incrementos del déficit y la deuda públicos previstos para este año se dificultan por el distinto momento en que se elaboraron las proyecciones y, por tanto, por las medidas fiscales aprobadas que se han tenido en cuenta, más allá de las diferencias entre instituciones derivadas de los distintos escenarios macroeconómicos y de las respuestas estimadas de los ingresos y los gastos públicos al deterioro de la actividad prevista. De hecho, en el caso de las elaboradas por el Banco de España, el impacto de la crisis sobre las finanzas públicas españolas previsto sería ahora algo más severo de lo que se contemplaba en los [escenarios publicados el 20 de abril](#), dado que en ellos se hacía el supuesto de que la duración de algunas de las medidas estaba más acotada en el tiempo de lo que implican algunas decisiones posteriores de política económica. El Banco de España publicará una actualización de sus previsiones macroeconómicas y fiscales a principios de junio.

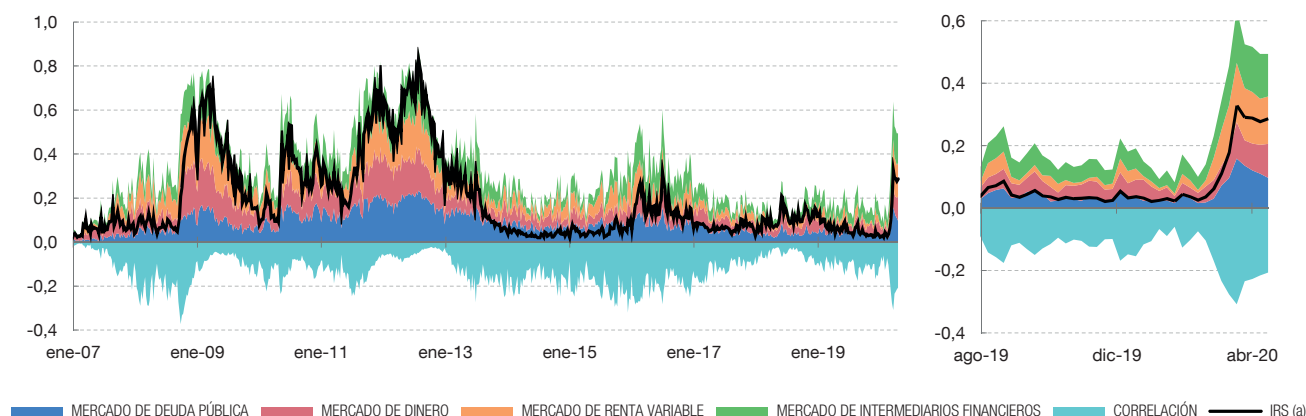
El impacto de la crisis sobre el sistema financiero

El severo impacto de la pandemia sobre la actividad económica comporta consecuencias relevantes en muchos frentes. Uno de ellos es el de la estabilidad financiera.

Gráfico 11

HAN AUMENTADO LOS RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

INDICADOR DE RIESGO SISTÉMICO PARA EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL



FUENTES: Banco de España y Datastream. Última observación: 15 de abril de 2020.

a El indicador de riesgo sistémico (IRS) agrega 12 indicadores individuales de estrés (volatilidades, diferenciales de tipos de interés, pérdidas históricas máximas, etc.) de diferentes segmentos del sistema financiero español (mercado de dinero, deuda pública, renta variable e intermediarios financieros). Para el cálculo del IRS se tiene en cuenta el efecto de las correlaciones cruzadas, de modo que el IRS registra valores más altos cuando la correlación entre los cuatro mercados es alta (i. e., situaciones en las que existe un alto —o bajo— nivel de estrés en los cuatro mercados a la vez), y reduce su valor cuando la correlación es más baja o negativa (i. e., situaciones en las que el nivel de estrés es alto en unos mercados y bajo en otros). Para una explicación detallada de este indicador, véase el recuadro 1.1 del *Informe de Estabilidad Financiera* de mayo de 2013.

En este sentido, como se ponía de manifiesto en el último *Informe de Estabilidad Financiera*⁵ del Banco de España, publicado el pasado 4 de mayo, el impacto económico de la crisis ha incrementado sustancialmente los riesgos para la estabilidad financiera, si bien las medidas de política económica adoptadas —a escala nacional, europea e internacional— deberían ayudar a mitigar estos riesgos. En el caso concreto de las entidades bancarias, la disrupción de la actividad está intensificando los riesgos de crédito, de mercado y operacional.

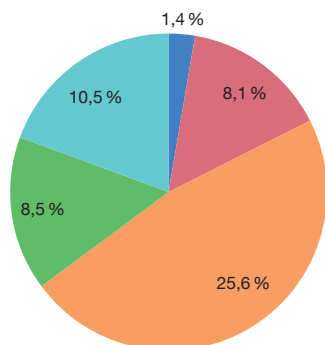
En efecto, la pandemia ha hecho que aumente de modo sustancial el riesgo de crédito. Este es, en particular, el caso de las exposiciones crediticias frente a las sociedades no financieras, que han visto que se reducían sus ingresos, inicialmente a consecuencia del cierre de actividades productivas y, posteriormente, como resultado de la menor demanda de sus productos. A este respecto, hay que tener en cuenta que, aunque esta crisis afecta a todas las ramas de actividad, lo hace de forma asimétrica. Por este motivo, la afectación de la cartera crediticia de cada entidad depende de su composición sectorial y, por tanto, también de su presencia en los distintos territorios.

5 Véase Banco de España (2020), *Informe de Estabilidad Financiera*, primavera de 2020.

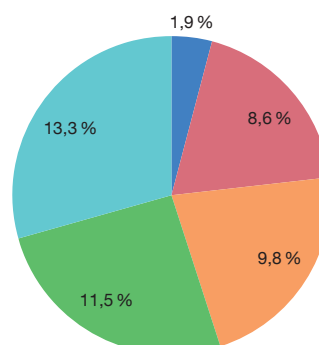
LA TASA DE MORA AUMENTARÁ ESTE AÑO POR LA CAÍDA DEL PIB (EN PARTICULAR, EN LA EXPOSICIÓN A LAS RAMAS MÁS AFECTADAS)

CRÉDITO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS: DISTRIBUCIÓN POR PAÍSES

1 AÑO 2008



2 AÑO 2019



■ AGRICULTURA ■ INDUSTRIA ■ CONSTRUCCIÓN Y SERVICIOS INMOBILIARIOS ■ COMERCIO, HOSTELERÍA Y TRANSPORTE ■ RESTO DE LOS SERVICIOS

FUENTE: Banco de España.

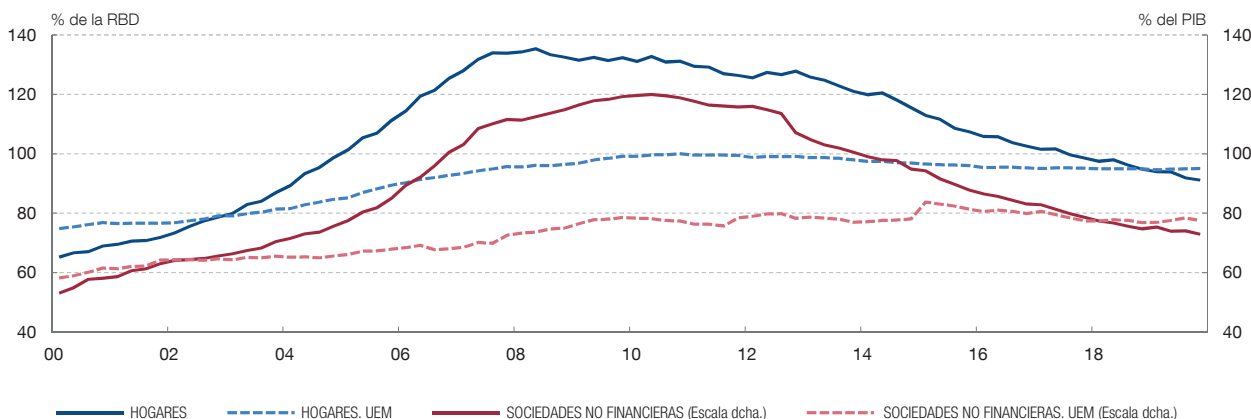
La pandemia supone, asimismo, un aumento del riesgo de crédito de los hogares, como consecuencia de la destrucción de empleo principalmente. La experiencia histórica muestra que, ante caídas de renta de los hogares, la morosidad de los créditos al consumo tiende a aumentar con cierta rapidez. Este es un tipo de préstamos que, además, ha venido creciendo a tasas muy elevadas en los últimos años. Desde el punto de vista del conjunto del crédito a hogares, este elemento de riesgo se ve parcialmente mitigado por el componente hipotecario, para el que la evidencia disponible indica que los impagos tienden a producirse pasado un tiempo desde que tiene lugar el *shock* inicial cuando sus efectos persisten en el tiempo. Por ello, si efectivamente se verifica que la crisis tiene una naturaleza temporal, cabe esperar que este último componente de crédito sufra tasas de mora más moderadas.

Pero los riesgos que se derivan de la actual crisis para la estabilidad financiera no se agotan con los que proceden del crédito. Por un lado, el Covid-19 ha aumentado el riesgo de mercado, como consecuencia de la caída de los precios de los activos financieros que las entidades tienen en sus balances. Además, también se han acrecentado los riesgos operativos, en la medida en que la adaptación a las restricciones a la movilidad y al trabajo en remoto ha debido hacerse en un espacio de tiempo muy corto, lo que puede dar lugar, en algunos casos, a vulnerabilidades en las infraestructuras tecnológicas. Hasta ahora, las entidades han conseguido adaptarse de forma efectiva a la situación y los mercados financieros han seguido funcionando correctamente, pero es necesario extender los planes de contingencia ante los posibles eventos operativos extremos que puede ocasionar esta crisis.

Gráfico 13

FACTORES DE SOPORTE DE LA ESTABILIDAD FINANCIERA: LA POSICIÓN PATRIMONIAL DE HOGARES Y EMPRESAS HA MEJORADO DE FORMA SUSTANCIAL

RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo. Última observación: cuarto trimestre de 2019.

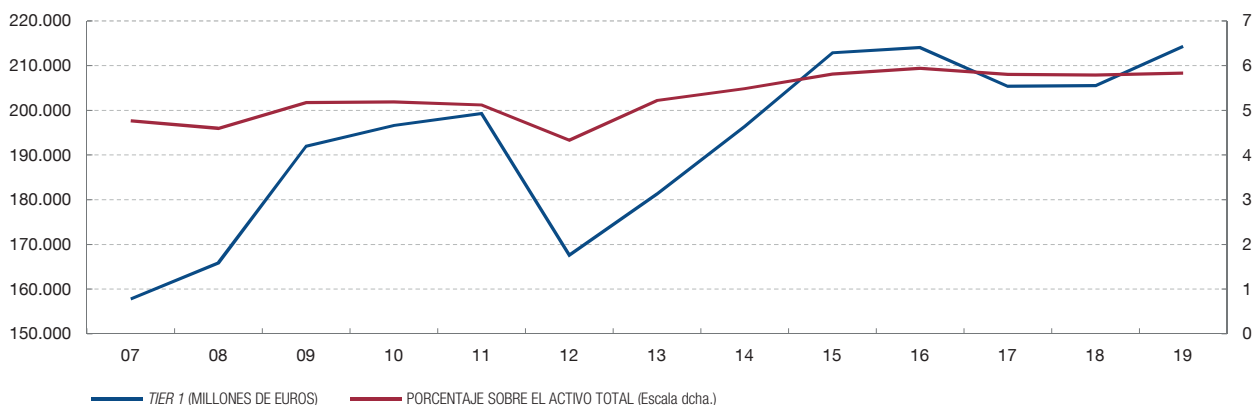
En todo caso, es importante subrayar que el sector privado no financiero español afronta esta situación con una posición financiera más favorable que la que tenía antes de la crisis financiera global. La situación patrimonial del conjunto del sector de hogares ha experimentado una mejora significativa tras la crisis financiera global. En concreto, desde 2010 se ha producido una caída de casi 30 pp del PIB en su ratio de endeudamiento.

En el caso de las sociedades no financieras, su nivel de endeudamiento neto sectorial se ha reducido en más de 45 pp del PIB desde 2010 y, de hecho, se ha situado por debajo del promedio del área del euro. Además, el sector dispone ahora de un volumen mayor de activos líquidos.

Gráfico 14

FACTORES DE SOPORTE DE LA ESTABILIDAD FINANCIERA: EL AUMENTO DEL CAPITAL BANCARIO

CAPITAL ORDINARIO TIER 1 Y SU PORCENTAJE SOBRE EL ACTIVO TOTAL



FUENTE: Banco de España. Última observación: 2019.

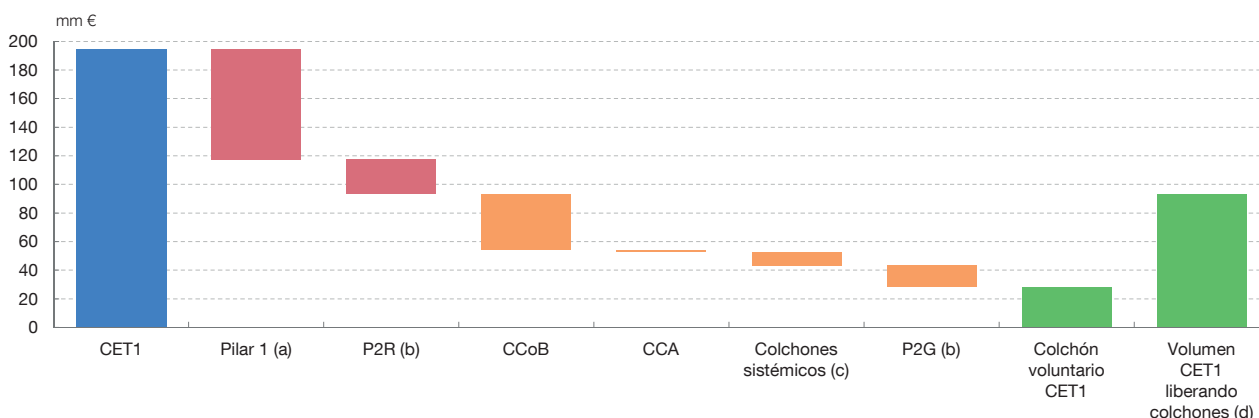
En paralelo, el sector bancario español también ha registrado avances significativos en la calidad de su balance y en sus niveles de solvencia en la última década, lo que lo coloca en una mejor situación para absorber esta crisis y para seguir facilitando la financiación que la economía precisa. En lo que respecta a la calidad del balance, la tasa de mora se ha reducido en unos 9 pp desde que en 2013 alcanzara su máximo, hasta el 4,8 % en el primer trimestre de 2020. Además, en ese mismo período las refinanciaciones han reducido su peso en el activo en 9 pp. Finalmente, el peso del crédito a la construcción y la promoción inmobiliaria, que llegó a representar el 27 % del total del crédito al sector privado no financiero, se sitúa ahora en torno al 10 %.

En cuanto al nivel de solvencia, la banca española ha incrementado su capital ordinario, conocido como *Tier 1*. Este ha pasado de 158 mm de euros en 2007 a 215 mm en la actualidad, lo que supone un aumento algo superior al 35 %. En términos del total del activo, el avance ha sido de 1 pp entre esas fechas, hasta alcanzar un 5,8 %. Este aumento del capital ha supuesto una notable ampliación de la capacidad de absorción de las pérdidas que aparecerán como consecuencia del crecimiento de la morosidad que causará la crisis.

Gráfico 15

EL VOLUMEN DE CAPITAL POR ENCIMA DE LOS REQUERIMIENTOS MÍNIMOS CONSTITUYE UN COLCHÓN PARA ABSORBER PÉRDIDAS INESPERADAS

VOLUMEN DE CAPITAL POR ENCIMA DE LOS REQUERIMIENTOS MÍNIMOS
Diciembre de 2019



FUENTE: Banco de España.

- a Esta partida incluye todo el CET1 destinado a cumplir con los requerimientos de Pilar 1, tanto el 4,5 % exigido directamente como el requerido a las entidades que no dispongan de suficiente AT1 y T2 para cumplir con sus respectivos requerimientos del 1,5 % y el 2 %.
- b P2R se refiere a los requerimientos de capital de Pilar 2, mientras que P2G se refiere a las recomendaciones de capital de Pilar 2. Las guías supervisoras en respuesta al Covid-19 permiten la liberación del capital ligado a P2G y flexibilizan las reglas de composición del P2R, con menor peso del capital CET1.
- c Esta partida incluye tanto el colchón para entidades sistémicas de importancia mundial como el colchón de otras entidades sistémicas.
- d El capital liberable, de acuerdo con las guías supervisoras en respuesta al Covid-19, incluye el colchón voluntario de CET1, los colchones de conservación de capital, anticíclico y sistémicos, así como el capital ligado a recomendaciones de Pilar 2.

Casi la mitad de ese montante total de capital adopta la forma de colchones por encima del mínimo regulatorio, que pueden ser liberados, como desarrollaré más adelante, como parte de la respuesta prudencial a la crisis en caso de que fuera necesario. Ese importe —unos 90 mm de euros— podría cubrir un volumen de pérdidas equivalente a casi dos veces el volumen actual de crédito dudoso existente en el sistema, esto es, aproximadamente, un 8,2 % del total del crédito al sector privado residente.

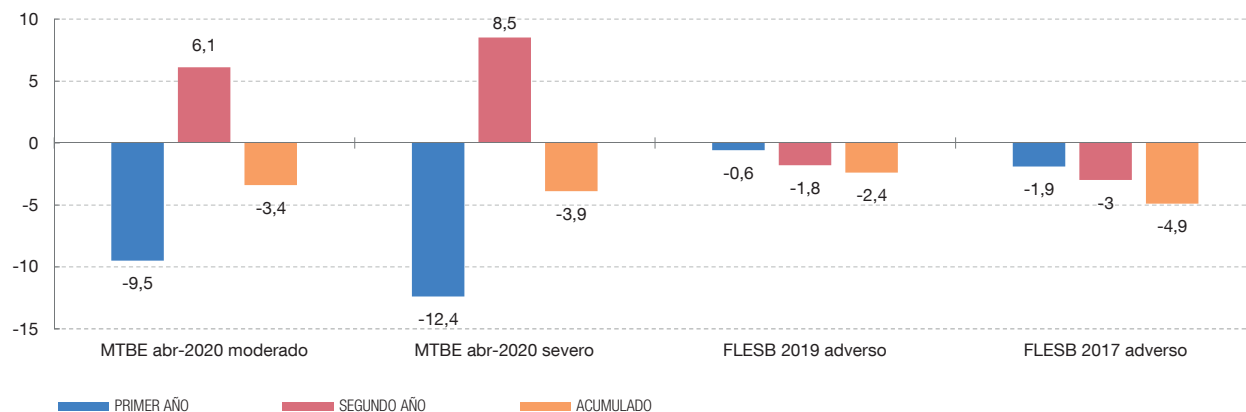
Por otra parte, como señalé con anterioridad, los riesgos para la estabilidad financiera se han visto mitigados por las distintas medidas de política económica adoptadas. En particular, estas medidas deberían permitir una evolución más benigna de la morosidad a través del apoyo directo a la situación financiera de las empresas y familias, y del estímulo macroeconómico. Además, la mencionada capacidad de absorción de pérdidas por aumento de la morosidad se ve reforzada cuando se toma en consideración el efecto positivo de las moratorias crediticias y del programa de avales a empresas aprobado por el Gobierno, al que luego me referiré. En el caso de las moratorias temporales habilitadas tanto por las autoridades como por la propia banca, estas deberían facilitar que las familias que se están viendo más afectadas por la crisis puedan afrontar este período crítico con más tranquilidad. Al mismo tiempo, permiten una cierta contención de la mora a corto plazo y, previsiblemente, también en fases posteriores, siempre que parte de estos hogares más vulnerables puedan recuperar paulatinamente sus rentas habituales.

En todo caso, es preciso realizar tres matizaciones sobre la situación general del sector financiero y el impacto potencial de esta crisis sobre él.

Gráfico 16

CAÍDA DEL PIB EN 2020 MAYOR QUE EN LAS ÚLTIMAS PRUEBAS DE RESISTENCIA, PERO MENOR EN TÉRMINOS ACUMULADOS

TASA DE VARIACIÓN DEL PIB (%) EN DISTINTOS ESCENARIOS DE PROYECCIÓN



FUENTE: Banco de España.

En primer lugar, las cifras del retroceso del PIB en 2020 recogidas en los escenarios macroeconómicos que anteriormente he esbozado supondrían la mayor contracción económica en España en un solo año de la historia reciente. También superan los supuestos de cualquier prueba de estrés del sector bancario realizada en el pasado. Esto dará lugar a un aumento de la ratio de morosidad, aunque de magnitud todavía incierta. Según las estimaciones del Banco de España, una caída del PIB de 1 pp ha dado lugar, en el promedio histórico, a un aumento de la ratio de morosidad de 0,7 pp. Ahora bien, la magnitud del retroceso del producto que se proyecta en este momento es muy elevada, lo que podría dar lugar a un efecto proporcionalmente mayor.

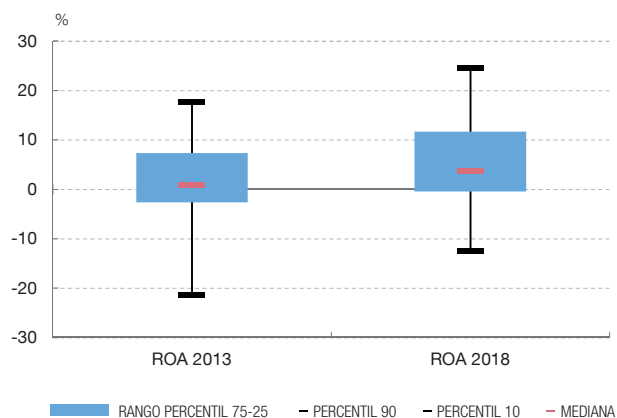
Es cierto también que, si se materializara el repunte de la actividad en 2021 proyectado en los escenarios publicados tanto por el Banco de España como por otras instituciones, se mitigaría de forma significativa la fuerte caída del PIB de 2020. Esto permitiría una mejora de la calidad crediticia de los acreditados bancarios y una evolución más favorable de los precios de los activos que sirven de garantías a los préstamos, lo que, a su vez, limitaría de forma considerable las pérdidas efectivas. En este sentido, los resultados de los ejercicios de estrés realizados hasta la fecha muestran que, si tras un período de desaceleración de la actividad económica el ritmo de recuperación es rápido, es menos probable que se produzca un deterioro muy marcado de la solvencia agregada del sistema bancario.

En todo caso, como ya he dicho, el grado de incertidumbre sobre la duración de la pandemia y sus efectos es muy elevado. En este sentido, las consecuencias de escenarios económicos adversos que se prolongan en el tiempo sí que pueden llegar a deteriorar la solvencia agregada de manera significativa. Pero incluso en estos escenarios los elementos de absorción de pérdidas permiten que la erosión del capital no sea inmediata. Esto proporciona cierto margen de acción, que, en su caso, debe ser utilizado para dotarse de todos los elementos que permitan una respuesta de política económica contundente con el objetivo de asegurar la estabilidad financiera.

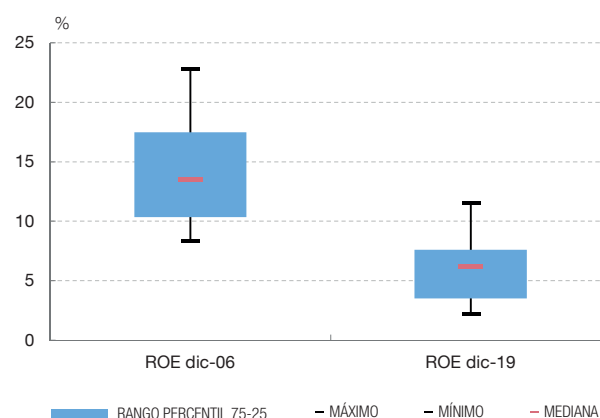
Gráfico 17

EXISTE HETEROGENEIDAD EN LA POSICIÓN INICIAL DE HOGARES, EMPRESAS Y ENTIDADES FINANCIERAS

1 EMPRESAS NO FINANCIERAS: DISTRIBUCIÓN DE LA RENTABILIDAD DEL ACTIVO (ROA)



2 ENTIDADES DE DEPÓSITO: DISTRIBUCIÓN DE LA RENTABILIDAD DEL CAPITAL (ROE)



FUENTE: Banco de España.

En segundo lugar, bajo las anteriores consideraciones sobre la situación agregada del sistema se esconde una elevada heterogeneidad. Ello se debe, principalmente, a que las posiciones de partida, en términos de recursos propios y calidad crediticia, son ya de por sí divergentes. En el mismo sentido, en el caso de los hogares y las empresas no financieras también persisten algunos segmentos en situación de elevada fragilidad financiera. Por ejemplo, en el caso de las empresas, las de menor tamaño presentan una

mayor vulnerabilidad a un escenario de caída de los ingresos. Pero, además, en una crisis, como la actual, en la que —como he apuntado— la pandemia está afectando de un modo diferente a distintas regiones y sectores de actividad, cabe esperar que el deterioro de la solvencia de las entidades dependa de su grado de exposición a estas.

En tercer lugar, la materialización de pérdidas en la cartera crediticia como consecuencia de la pandemia tendrá un efecto directo sobre la rentabilidad del sector bancario, algo que apuntan los avances iniciales de resultados de las entidades significativas para el primer trimestre de 2020. Esta variable ya era reducida incluso antes del estallido de la crisis: como en la mayoría de las economías europeas, la rentabilidad de las entidades financieras de nuestro país se situó, en promedio, por debajo del coste de capital el pasado año. La crisis ha hecho que este diferencial haya tendido a ampliarse.

La crisis del Covid-19 tendrá un impacto negativo sobre la ya de por sí modesta capacidad de generación de resultados de las entidades. Como en el caso de la solvencia, afectará de forma diferenciada a las distintas entidades en función de su modelo de negocio y de la distribución de sus exposiciones a los sectores y las geografías más afectados por la pandemia. Además, la crisis ha reforzado las perspectivas de mantenimiento del escenario actual de tipos de interés reducidos, lo que tenderá a presionar a la baja en el futuro el margen de intermediación de las entidades españolas, que, dado su tipo de actividad, constituye el principal componente de su cuenta de resultados⁶.

En resumen, si bien la situación patrimonial tanto del sector privado no financiero como del sector financiero está significativamente más saneada que en la anterior crisis, la elevada magnitud del empeoramiento de las perspectivas de la economía española, unida a la incertidumbre acerca de su duración, nos obliga a los supervisores a ejercer una vigilancia estrecha sobre los riesgos para la estabilidad financiera.

Creo que es importante que, tanto en este ámbito como en otros, tomemos como punto de partida la experiencia de la última crisis. Y esa experiencia nos debe llevar a hacer todo lo posible por evitar que la situación actual tenga un componente financiero significativo, pues, como pudimos comprobar hace ahora una década, las crisis que lo tienen se caracterizan también por ser más profundas y duraderas. Por tanto, creo que todos debemos compartir el objetivo de evitar que la crisis venga acompañada de un endurecimiento generalizado de las condiciones de financiación o que dañe gravemente nuestro sistema financiero.

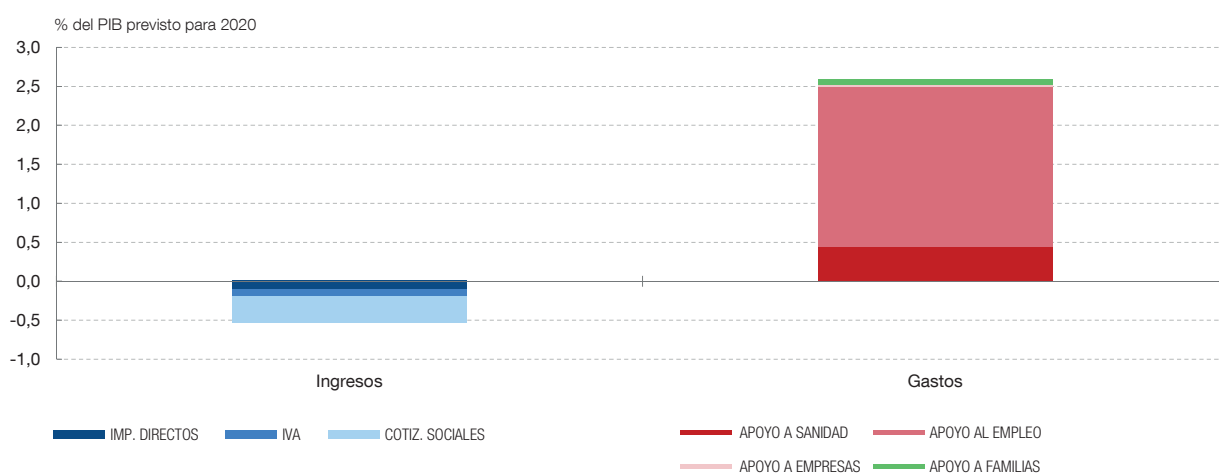
⁶ R. Blanco (2020), *Retos del entorno de bajos tipos de interés para la política monetaria y la estabilidad financiera*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.

obligaciones tributarias, al tiempo que se han habilitado medidas para posponer los pagos derivados del alquiler de locales de uso empresarial. Y, al mismo tiempo, la puesta en marcha del programa de avales públicos a créditos concedidos por entidades financieras por un importe muy elevado supone una palanca muy potente para que las empresas puedan financiar sus necesidades de liquidez. Este programa limita el riesgo de que desaparezcan y preserva, por tanto, el tejido productivo para el momento en que se vayan levantando las restricciones a la actividad introducidas como consecuencia de la pandemia. Los datos que presentaré posteriormente subrayan la importancia de estos programas de avales públicos a los créditos concedidos por entidades financieras a las empresas y, dentro de ellas, en especial a las pymes, al objeto de preservar el tejido empresarial y el empleo en la economía.

Gráfico 19

LAS MEDIDAS DIRECTIVAS APROBADAS (SIN INCLUIR LOS AVALES) ALCANZAN EL 3 % DEL PIB DE 2020

IMPACTO *EX ANTE* SOBRE LOS INGRESOS Y LOS GASTOS DE LAS AAPP DE 2020 POR LAS MEDIDAS ADOPTADAS ANTE EL COVID-19



FUENTE: Actualización del Programa de Estabilidad 2020-2023.

Por otro lado, como se ha apuntado, es muy probable que la interrupción de la actividad, ya sea por completo o de manera parcial con el establecimiento de aforos máximos, afecte con especial intensidad a las ramas relacionadas con el turismo y el ocio. En este sentido, parece deseable que se introduzca una ampliación temporal de los mecanismos implementados hasta la fecha para proporcionar liquidez a las empresas en aquellos sectores que se verán afectados por la crisis durante más tiempo.

Con carácter general, resulta evidente que el ritmo de vuelta a la normalidad diferirá entre los distintos sectores productivos y empresas; por tanto, la respuesta de la política fiscal también deberá adecuarse a esta realidad, con el doble objetivo de preservar el tejido productivo más afectado por la crisis y contener el impacto de estas actuaciones sobre la situación de las finanzas públicas.

El papel de la política monetaria

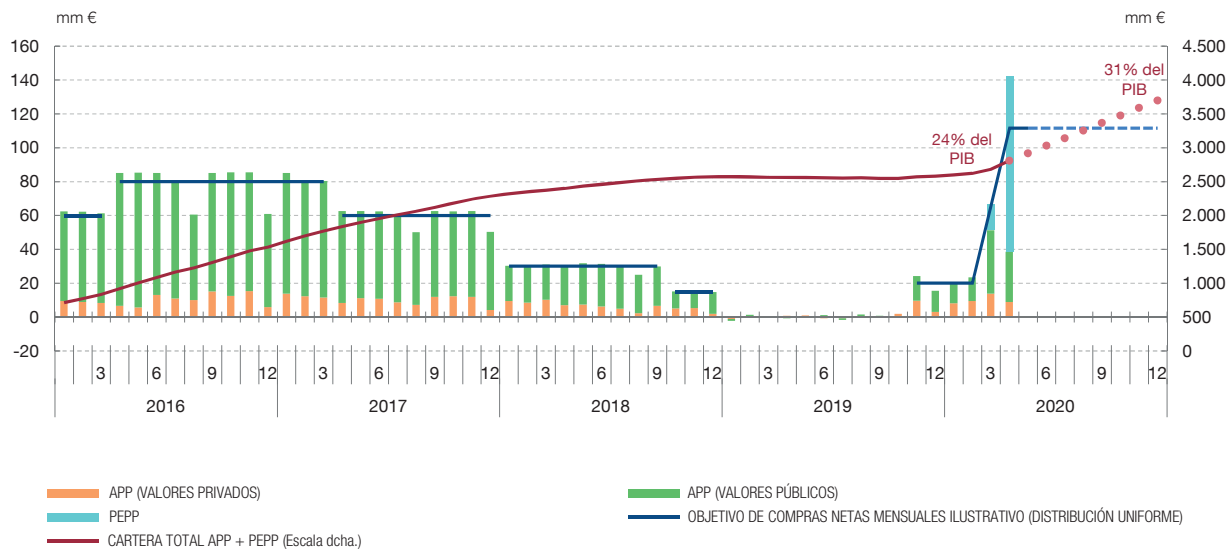
En el Banco Central Europeo (BCE) también hemos actuado de forma tajante en respuesta a esta crisis para mitigar sus efectos sobre la economía del área del euro. Para ello, hemos desplegado una amplia batería de medidas, que pueden agruparse en dos grandes bloques.

El primero de ellos es el relativo al refuerzo de los programas de compra de activos que tienen como objetivo mejorar las condiciones de financiación de las empresas y las AAPP en los mercados de valores. El segundo bloque hace referencia a las operaciones de refinanciación a largo plazo dirigidas a hacer más accesibles a los bancos, tanto en coste como en volumen, las facilidades de concesión de liquidez del BCE. El objetivo es permitir que las entidades de crédito puedan disponer a su vez de recursos con los que prestar a tipos de interés reducidos a los agentes más afectados por la crisis, lo cual incluye en particular a las pymes y a los autónomos. Estos programas cumplen una función de mejora de las condiciones de financiación crediticia de hogares y sociedades análoga a la del programa de compra de activos con respecto a la financiación de sociedades no financieras y AAPP a través de la emisión de valores. Por tanto, ambos bloques de actuaciones se complementan entre sí.

Gráfico 20

EL BCE AUMENTÓ EL VOLUMEN DE COMPRAS DE VALORES PARA PRESERVAR LA TRANSMISIÓN DE SU POLÍTICA MONETARIA EN TODA EL ÁREA DEL EURO

PROGRAMA DE COMPRAS DE VALORES (APP Y PEPP)



FUENTE: Banco Central Europeo. Última observación: abril de 2020.

NOTA: En el objetivo de compras netas mensuales a partir de abril 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 (aprobado el 12 de marzo) y de 750 mm de euros del nuevo Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (PEPP) (aprobado el 18 de marzo) que se realizarán hasta el final de 2020, en el supuesto, a modo ilustrativo, de reparto uniforme de dichas compras durante el resto de 2020 (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 alcanzará a final de 2020 el 31% del PIB del área del euro en 2019.

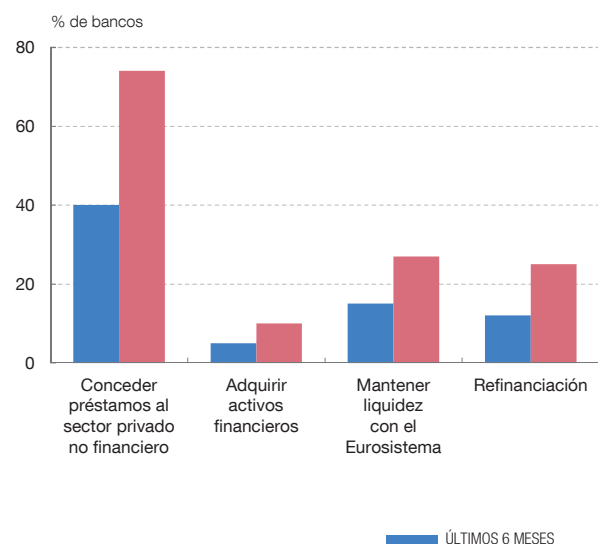
Dentro del primer grupo de actuaciones, el Consejo de Gobierno del BCE anunció el 18 de marzo el lanzamiento de un nuevo programa de adquisición de activos, el Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés), que se extenderá hasta el final de 2020, y cuyo volumen se podría prolongar o ampliar si fuera necesario. El programa prevé la adquisición de todas las categorías de activos admitidas en el programa de compra de activos ya existente (APP, por sus siglas en inglés). Un elemento característico del nuevo programa es que contempla que pueda actuarse con elevadas dosis de flexibilidad, en términos de su distribución en el tiempo, y, en el caso concreto de las compras de activos públicos, también por países emisores si las condiciones de mercado lo hicieran necesario; en particular, si surgiese algún síntoma de fragmentación financiera dentro del área del euro.

Este anuncio vino a completar la ampliación del APP realizada el 12 de marzo, que supuso un aumento del volumen de compras netas, hasta el final del año, de 120 mm de euros. Por último, el Consejo decidió aumentar las categorías de activos de emisores privados que pueden ser objeto de compra al incluir como elegibles los pagarés con suficiente calidad crediticia.

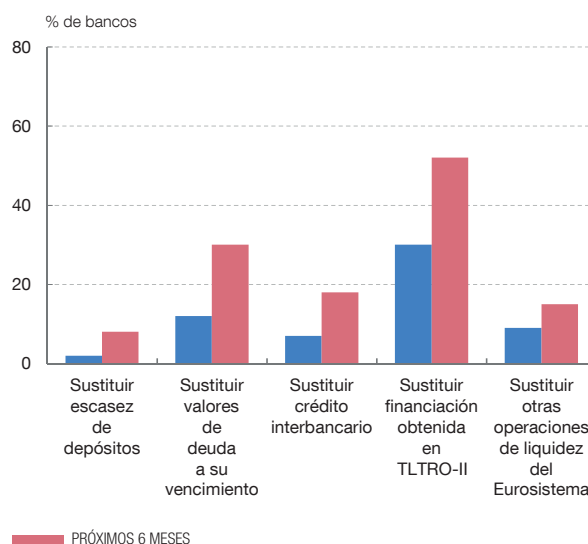
Gráfico 21

EN PARALELO, EL BCE HA MEJORADO LAS CONDICIONES DE SU CRÉDITO A LOS BANCOS PARA QUE ESTOS PRESTEN MÁS A HOGARES Y EMPRESAS

1 EMPLEO DE LA LIQUIDEZ OBTENIDA EN LAS TLTRO-III



2 DETALLE SOBRE EL USO DE LA REFINANCIACIÓN



FUENTES: Banco Central Europeo y Bank Lending Survey. Última observación: abril de 2020.

En el ámbito de los programas de liquidez, el BCE anunció el 12 de marzo la aplicación de condiciones más favorables a las denominadas «operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico» (TLTRO-III, por sus siglas en inglés), ya existentes. Estas operaciones proporcionan financiación a un coste ventajoso a los bancos, que puede

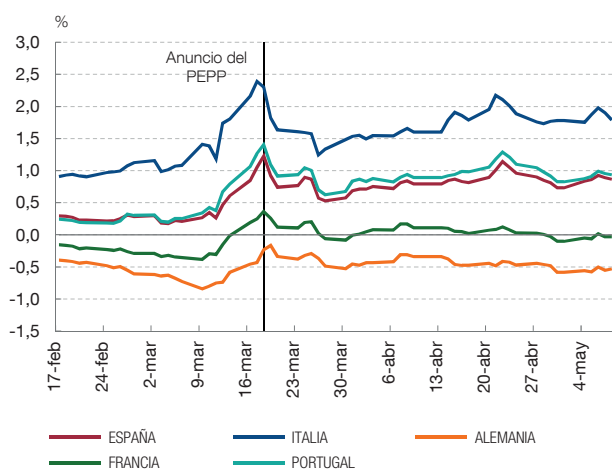
ser aún más atractivo en tanto que estos cumplan con una serie de requisitos relativos al empleo de dichos fondos. Los requisitos consisten en mantener o incrementar el volumen de su crédito a hogares (excluido el destinado a la adquisición de vivienda) y a empresas durante el período comprendido entre el 1 de marzo de 2020 y el 31 de marzo de 2021. Las condiciones actuales, que son resultado de una revisión adicional llevada a cabo el 30 de abril para hacerlas aún más favorables, ofrecen fondos a los bancos a un coste inferior en 50 puntos básicos al tipo de la facilidad de depósito del BCE (que ahora se encuentra en el $-0,50\%$). Además, también el 12 de marzo, el BCE aprobó el lanzamiento de una serie de operaciones de financiación a plazo más largo (LTRO, por sus siglas en inglés), que se llevarán a cabo hasta el mes de junio, a modo de financiación «puente», hasta que se ejecuten las primeras operaciones de las nuevas TLTRO-III. También en este contexto, el 30 de abril, el Consejo de Gobierno del BCE anunció una nueva serie de operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia (PELTRO), a modo de continuación de estas últimas operaciones LTRO.

En este mismo ámbito, el BCE anunció el 7 de abril un paquete de medidas temporales de flexibilización de los criterios para la aceptación de activos ofrecidos como garantía por las entidades en las operaciones de financiación del Eurosistema (incluidas las TLTRO-III). Este paquete tiene el fin de que los bancos puedan aumentar su capacidad de petición de fondos en estas. Entre otras medidas, el BCE decidió incluir, entre los activos aceptados, los préstamos a empresas (tanto grandes como pymes), autónomos y hogares que estén avalados por las AAPP, con el fin de estimular que los bancos concedan créditos que se beneficien de las garantías otorgadas por los países del área del euro en el contexto de esta crisis. Además, el BCE decidió el 22 de abril seguir aceptando como garantía, hasta septiembre

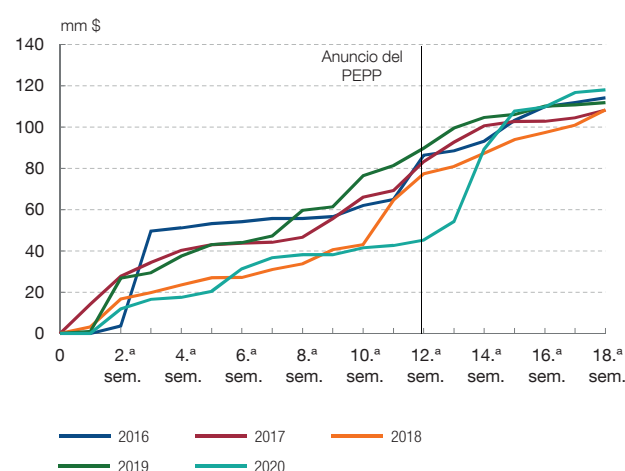
Gráfico 22

EL ESTÍMULO MONETARIO SE ESTÁ TRASLADANDO A LOS TIPOS DE INTERÉS Y A LAS CONDICIONES DE EMISIÓN DE LOS ACTIVOS PRIVADOS

1 TIPOS DE INTERÉS DE BONOS SOBERANOS A DIEZ AÑOS



2 EMISIÓN BRUTA ACUMULADA DE BONOS CORPORATIVOS DE GRADO DE INVERSIÓN EN LA UEM



FUENTES: Thomson Reuters (gráfico 22.1) y Dealogic (gráfico 22.2). Última observación: 8 de mayo (gráfico 22.1) y 28 de abril (gráfico 22.2). En el gráfico 22.2 se presentan los datos excluidos las titulaciones y los instrumentos de deuda a corto plazo.

de 2021, los activos negociables cuya calificación crediticia caiga varios niveles por debajo de los mínimos ahora exigidos. El objetivo de esta medida es mitigar el efecto de posibles rebajas de las calificaciones crediticias sobre la disponibilidad de los activos que utilizan los bancos como garantía en sus operaciones de financiación con el BCE.

Aunque todavía es pronto para estimar el impacto global de todas estas medidas sobre las condiciones financieras, el crédito bancario y la actividad económica, resulta claro que el nuevo programa de compras (PEPP) ha contribuido a aliviar significativamente una parte de las tensiones financieras a las que la crisis sanitaria dio lugar en la primera mitad de marzo. Dichas tensiones se habían materializado en un fuerte repunte de los diferenciales de deuda soberana y corporativa, que luego han revertido en gran parte tras el anuncio del programa.

El efecto positivo del nuevo paquete ha sido visible no solo en los precios de los instrumentos de deuda a través de los diferenciales de los tipos de interés, sino también en las cantidades emitidas. Así, las nuevas emisiones de deuda corporativa de grado de inversión, correspondientes a las empresas con mejor calidad crediticia, que se habían ralentizado de manera significativa desde comienzos de marzo, repuntaron con fuerza tras el anuncio del PEPP. De este modo, la mejora de las condiciones de financiación ha facilitado que las empresas con suficiente calidad crediticia puedan seguir financiándose en los mercados de capitales.

En cuanto a las operaciones de refinanciación a largo plazo, la información preliminar basada en las encuestas de préstamos bancarios de la zona del euro sugiere que los bancos están utilizando esta liquidez principalmente para conceder préstamos a hogares y a empresas, y que planean hacerlo todavía en mayor medida en los meses venideros, sobre todo en el caso de estas últimas.

De cualquier manera, la magnitud del deterioro económico provocado por la pandemia, sus efectos en términos del gran incremento de las necesidades de financiación de los países y la incertidumbre sobre la duración de estos efectos hacen necesario que la política monetaria se mantenga dispuesta a actuar adicionalmente si las condiciones lo requieren.

De esta forma, en el Consejo de Gobierno del BCE hemos reiterado nuestra disposición a hacer todo lo que esté en nuestra mano para ayudar a la economía del área del euro a superar las profundas dificultades actuales. Este compromiso incluye, en particular, la posibilidad de aumentar el volumen de compras de activos o su duración y de ajustar su composición. Todo ello tiene un objetivo: eliminar cualquier obstáculo que pueda impedir una transmisión efectiva de la política monetaria y evitar los riesgos de fragmentación del área del euro.

El papel del sistema financiero en la superación de la crisis

En paralelo a la estrategia multidimensional de las políticas económicas para afrontar la crisis, las entidades financieras deben contribuir también a mitigar los efectos adversos sobre los distintos agentes de la economía. El objetivo en este ámbito es que los bancos estén en condiciones de proporcionar financiación a los agentes que antes de la pandemia presentaban un historial de pago favorable, pero que, tras ella, se enfrentan a necesidades sobrevenidas de liquidez. Como he descrito antes, las entidades bancarias cuentan ahora con niveles de solvencia mayores que en la crisis anterior, lo que debe ayudarles a desempeñar un papel activo destacado en este contexto.

Para que el sistema financiero pueda contribuir a la superación de la crisis, las distintas autoridades nacionales e internacionales con competencias prudenciales —entre las que se incluyen el Banco de España, el BCE, la Autoridad Bancaria Europea y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea— han adoptado algunas decisiones orientadas a evitar que una interpretación mecanicista de las normas vigentes que tienen que cumplir las entidades lleve a que estas reduzcan la concesión de crédito justo en el momento en que este es más necesario.

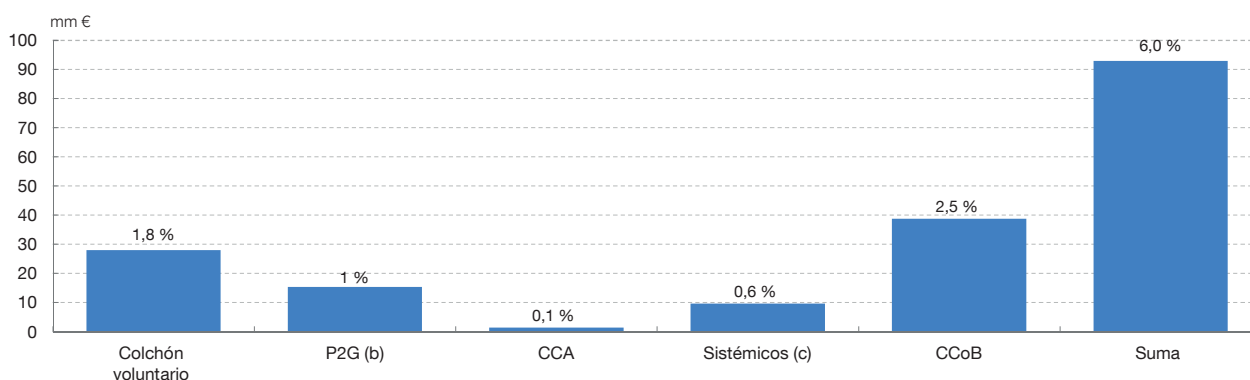
Estas decisiones afectan a dos ámbitos diferenciados. Por un lado, se clarifican algunos aspectos de la aplicación de la normativa contable vigente para el cálculo del riesgo de crédito; por otro, las mencionadas autoridades han dictaminado que las entidades puedan hacer un uso efectivo de los colchones de capital disponibles para absorber pérdidas inesperadas.

En concreto, el objetivo de la clarificación de la normativa contable es impedir que los eventuales retrasos temporales de los prestatarios en la devolución de los créditos

Gráfico 23

LA LIBERACIÓN DE LOS COLCHONES DE CAPITAL AYUDA A QUE LOS BANCOS PUEDAN SATISFACER LA DEMANDA DE CRÉDITO EMPRESARIAL

VOLUMEN Y PESO RELATIVO DE LOS COLCHONES SOBRE LOS ACTIVOS PONDERADOS POR RIESGO (a)
Diciembre de 2019



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 tanto el colchón para entidades sistémicas de importancia mundial como el colchón de otras entidades sistémicas.

reciban el mismo tratamiento que si se tratara de un deterioro permanente en la calidad de los préstamos. Esto último conduciría a un ajuste instantáneo y abrupto de las calificaciones crediticias y, por tanto, a un aumento de las provisiones requeridas, que, en último término, llevarían a un ajuste a la baja en el crédito concedido por las entidades. Como contrapartida, es necesario evitar que un mal uso de esta flexibilidad conduzca a prácticas contables inadecuadas que se traduzcan en una demora en el reconocimiento del deterioro efectivo de la calidad de algunas exposiciones crediticias.

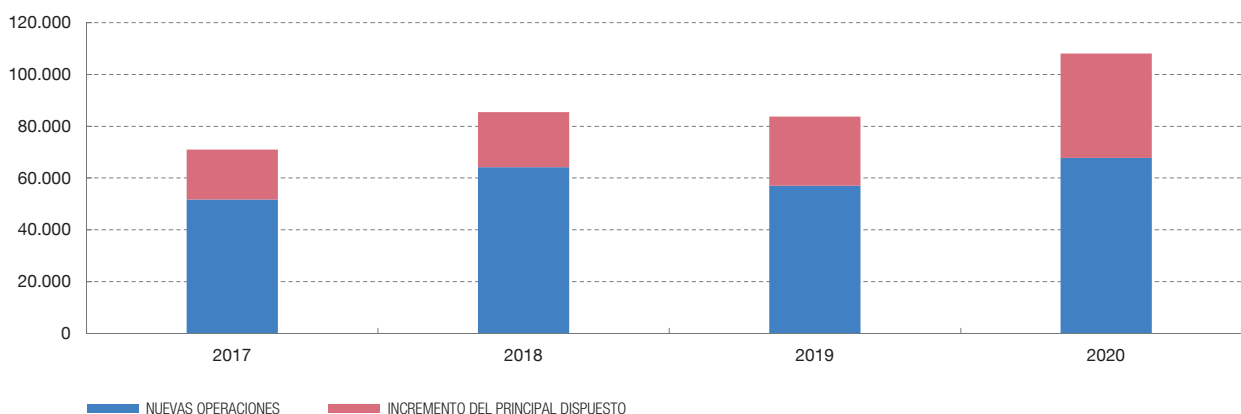
En el segundo de los dos ámbitos mencionados, el Banco de España ha trasladado a todas las entidades que supervisa directamente las distintas medidas de alivio de los requerimientos de capital y liquidez introducidas por las distintas autoridades macro- y microprudenciales y de resolución.

Además, el Banco de España ha recomendado a las entidades que están bajo su supervisión la eliminación temporal del reparto de dividendos y la aplicación de criterios prudentes en la retribución variable a los empleados, con el objetivo de canalizar los recursos que generen las propias entidades hacia el refuerzo de sus posiciones de capital.

Gráfico 24

EN LA MISMA DIRECCIÓN OPERAN LA CONCESIÓN DE AVALES PÚBLICOS Y LAS ACCIONES DEL BCE

VOLUMEN DE CRÉDITO NUEVO A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Primer trimestre de cada año, millones de euros



FUENTE: Banco de España.

Todas estas actuaciones, junto con las relacionadas con la provisión de liquidez por parte del BCE, han de ayudar a que la banca pueda resistir mejor los embates de esta crisis y operar como una palanca activa para su pronta superación. Y ya existen muestras de que, efectivamente, esto está siendo así. Las medidas de contención adoptadas para frenar el contagio del Covid-19 están suponiendo un descenso muy intenso de los ingresos de muchas empresas no financieras, lo que ha incrementado significativamente sus necesidades de liquidez, que están cubriendo en una proporción significativa mediante el

recurso a la financiación bancaria. En efecto, los datos más recientes, correspondientes al mes de marzo (todavía provisionales), evidencian un repunte interanual algo superior al 50 % del flujo de nuevo crédito concedido por las entidades bancarias a las empresas. Esto incluye tanto las nuevas operaciones como los incrementos en las disposiciones de principal de operaciones formalizadas con anterioridad (que casi se han duplicado).

Esta demanda de financiación ha podido ser atendida en mejores condiciones gracias, por un lado, a las medidas de apoyo del BCE a la financiación bancaria, que han facilitado la obtención de fondos por parte de las entidades bancarias en condiciones favorables, y, por otro, al programa de avales públicos a los préstamos a empresas aprobado por el Gobierno, que ha mitigado la posible reticencia de estos intermediarios a incurrir en mayores riesgos en un contexto de elevada incertidumbre y de preocupación creciente por los riesgos de crédito. Así, con los datos publicados hasta el 13 de mayo, las operaciones totales formalizadas al amparo del programa de avales públicos ascienden a 371.070, de las que el 98 % corresponden a pymes y autónomos. El importe de avales solicitados asciende a 36.291 millones de euros, que han permitido movilizar recursos a través de nuevos préstamos y otras modalidades de financiación por 47.751 millones de euros, lo que implica un grado medio de cobertura con la garantía pública del 76 % del montante de estas operaciones.

La necesidad de una respuesta común de los países del área del euro

Como he detallado antes, una reacción exclusivamente individual de los distintos países del área del euro no es la respuesta más eficaz ante la crisis. Los ciudadanos europeos hemos creado vínculos cada vez más estrechos entre nosotros a lo largo de las últimas décadas, en un proceso que se ha intensificado en los últimos 20 años, como consecuencia de la creación de la moneda única. Y Europa está siendo una de las regiones del mundo en las que la actual crisis está golpeando con mayor dureza, de modo que todos los europeos, unos en mayor medida que otros, nos hemos visto afectados por un mismo problema.

Algunas de las razones para que los países europeos actúen conjuntamente frente a esta emergencia trascienden incluso el terreno de la economía. Europa encarna las ideas de libertad y progreso, y, en una situación de crisis tan grave como la actual, resulta esencial que los ciudadanos europeos perciban que sus Gobiernos son capaces de actuar de forma común si queremos consolidar y reforzar el apoyo popular al proyecto europeo.

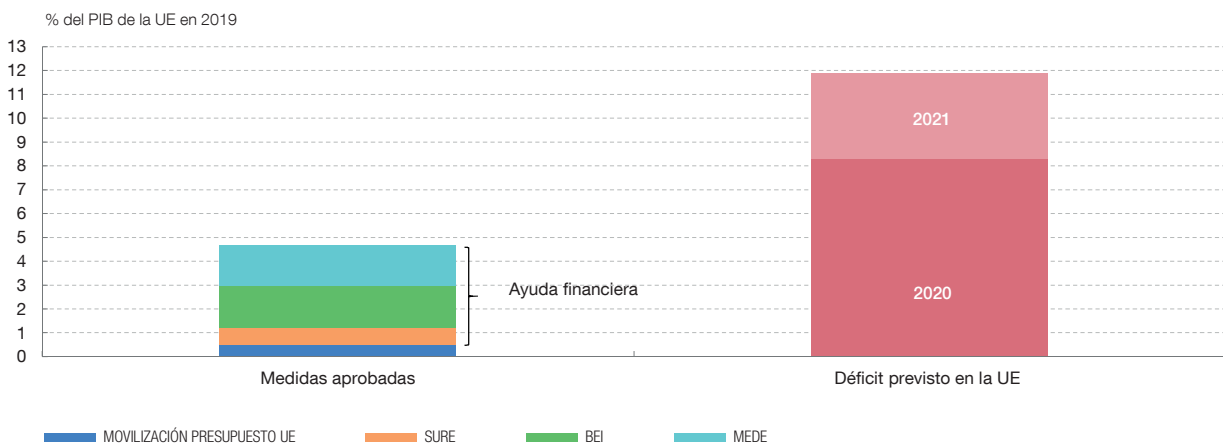
Además, más allá de los ideales, desde el punto de vista de la estricta racionalidad económica, si algo deberíamos haber aprendido hace ahora diez años, cuando nos golpeó la crisis de deuda soberana, es que la falta de unidad de acción va en detrimento de todos.

Con el paso del tiempo, nuestras economías han acabado estando estrechamente entrelazadas desde el punto de vista comercial y financiero. En una situación, como la actual, en la que la perturbación es común, las razones para actuar de forma conjunta se ven incluso reforzadas. En todo caso, hay que tener en cuenta que, aunque la pandemia es común a todos los países del área, esta no está afectando con igual intensidad a todos ellos. También es distinto el grado de exposición de las economías a los efectos de las medidas de contención,

Gráfico 25

LA RESPUESTA SUPRANACIONAL EUROPEA A LA CRISIS NO ESTÁ PLENAMENTE A LA ALTURA DEL RETO

RESPUESTA SUPRANACIONAL Y DÉFICIT FISCAL EN LA UE



FUENTES: Banco de España y Comisión Europea.

como consecuencia, por ejemplo, de estructuras productivas diferentes. Tampoco podemos olvidar que la posición de partida, en términos de endeudamiento y déficit públicos —y, por tanto, de margen de maniobra fiscal y de vulnerabilidad de las finanzas públicas— con los que se enfrentan a esta crisis, es, asimismo, distinta por países. El resultado es que el impacto económico de la pandemia, tanto en el corto como en el medio plazo, será también heterogéneo entre países. Dado el grado de integración existente en el área, una evolución adversa en un país tendrá consecuencias negativas, en términos de actividad y empleo, sobre todos los demás. Una actuación mancomunada que permita que la crisis sea abordada en condiciones equiparables por todos los países europeos permitiría reducir la duración de la crisis, proteger el tejido productivo y preservar nuestro destino europeo compartido en mejores condiciones.

Hasta la fecha se han adoptado ya varias iniciativas de respuesta europea a la crisis, pero, en general, su volumen es demasiado modesto y su naturaleza no es la más adecuada para orquestar una respuesta fiscal común. Las acciones ya aprobadas incluyen la utilización de fondos remanentes del presupuesto europeo, una nueva ayuda financiera para cubrir el gasto derivado del aumento del desempleo a corto plazo o la asistencia financiera mediante líneas de crédito del Banco Europeo de Inversiones (BEI) en el caso de las empresas y del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) en el caso de las AAPP.

Pero estas actuaciones, que constituyen medidas válidas de alivio de la crisis a corto plazo, no pueden suplir la principal carencia: la inexistencia de un esquema de compartición de esfuerzos fiscales que permita que todos los agentes, públicos y privados, del área del euro puedan financiarse en condiciones comparables entre jurisdicciones y a tipos de interés reducidos, más allá del papel indirecto que los programas de compra de activos del BCE puedan desempeñar a este respecto.

Esta necesidad podría cubrirse a través de un fondo de recuperación que aproveche la capacidad común para movilizar recursos desde el futuro hasta el presente, que es mucho mayor que la de los distintos países por separado. Este instrumento debería estar orientado, en el corto plazo, a la financiación del gasto público que ha surgido como consecuencia directa de la pandemia y, más a medio plazo, a cubrir las posibles necesidades de reestructuración del tejido productivo.

La crisis ha demostrado que, a largo plazo, un elemento clave para completar la unión monetaria es la ampliación del presupuesto europeo, lo que permitiría desplegar una capacidad de reacción lo suficientemente potente ante crisis futuras. El endeudamiento con cargo al presupuesto común daría pie, de forma natural, a la creación de un activo seguro mutualizado, que ayudaría a reducir los costes de financiación que actualmente enfrentan los Estados miembros individualmente y a romper el vínculo entre el soberano de cada país y sus entidades crediticias, a la vez que aumentaría la eficacia de la política monetaria, al facilitar la aplicación de los programas de compra de activos del Eurosistema.

Adicionalmente, el aumento de la capacidad de respuesta del área del euro frente a perturbaciones futuras requiere completar la unión bancaria a través de la creación de

un seguro de depósitos común. La falta de avances en este terreno y la armonización incompleta de las regulaciones nacionales explican en buena medida la limitada actividad transfronteriza de las entidades de crédito europeas y la escasez de fusiones entre instituciones de distintos países miembros.

Por último, los progresos en la integración de los mercados de capitales son insuficientes en términos de la armonización de la regulación y la supervisión de los mercados o los procedimientos de insolvencias. El grado de compartición de riesgos que ofrecen estos mercados en el área del euro es muy inferior al de otras uniones monetarias, como es el caso de Estados Unidos. Un mercado de capitales único permitiría que se diversificaran y ampliaran las fuentes de financiación de las sociedades del área del euro. En este sentido, los avances en el proyecto de la unión del mercado de capitales de los últimos años solo pueden tildarse de insuficientes, lo que debe ser entendido como un acicate para que las autoridades políticas europeas den pasos más ambiciosos en este terreno y eviten demoras injustificadas.

Los retos tras el Covid-19

i) La necesidad de reducir el déficit estructural y la deuda pública

Como ya he señalado, la crisis actual dejará como legado un nivel de endeudamiento público muy elevado. Para nuestro país, como para el resto, la gestión de niveles tan elevados de deuda pública supondrá un reto de gran calado una vez que la epidemia haya pasado. En el corto plazo, no hay una alternativa sensata a la expansión presupuestaria. Sin embargo, una vez que se hayan controlado la pandemia y sus efectos económicos, la necesidad de sanear las finanzas de las AAPP debe pasar a primer plano, para descartar episodios de crisis de deuda pública como los vividos en varios países del área del euro tras la última crisis financiera.

La reducción de la deuda pública es también necesaria para recuperar, en el medio plazo, el margen de actuación de la política fiscal como mecanismo de estabilización ante futuras crisis. Esto es particularmente importante en un área como la Unión Económica y Monetaria (UEM), en la que la política monetaria se decide por el BCE de acuerdo con la situación económica del conjunto. De hecho, la crisis actual muestra la importancia de disponer de unas finanzas públicas saneadas que permitan llevar a cabo una actuación fiscal contundente sin que por ello se generen dudas sobre la sostenibilidad futura. No podemos olvidar esta lección cuando los efectos de la crisis se disipen.

La senda temporal de reducción de la deuda pública con la que emergeremos de esta crisis vendrá dada por la evolución del tipo de interés al que se financie la deuda, el crecimiento del PIB en términos reales, la tasa de inflación y el ritmo de moderación del déficit público primario. Y la magnitud del reto es tal que, aunque en distinto grado, las políticas económicas tendrán que actuar sobre todas estas palancas simultáneamente.

En lo que respecta al coste de financiación de la deuda, las perspectivas vigentes con anterioridad a la crisis apuntaban a un mantenimiento de los tipos de interés en niveles muy reducidos por un período de tiempo muy prolongado, en un contexto en que los distintos bancos centrales, y en particular el BCE, habían desplegado acciones muy enérgicas para tratar de aproximar las tasas de inflación a sus objetivos de política monetaria. Tras la crisis actual, todo parece indicar que las políticas monetarias mantendrán un tono muy expansivo durante un período prolongado. Además, en el contexto del área del euro, como ya he señalado, el BCE ha puesto en marcha diversas actuaciones orientadas a impedir que se reproduzcan eventuales episodios de fragmentación financiera, como los vividos durante la crisis de deuda soberana de comienzos de la pasada década. Por consiguiente, todo parece sugerir que, si las políticas económicas aplicadas a escala nacional acompañan, en el sentido de estar orientadas a la consolidación presupuestaria y a favorecer el crecimiento económico a largo plazo, los costes de financiación del endeudamiento permanecerán en niveles reducidos durante un período amplio.

Un cierto repunte de las tasas de inflación hacia el objetivo de medio plazo de la política monetaria ayudaría a reducir la carga de la deuda pública, al impulsar la tasa de crecimiento nominal de la economía. Sin embargo, no podemos descartar que durante algún tiempo dominen

ciertas fuerzas desinflacionistas, asociadas al debilitamiento de la demanda, sobre otras que apuntarían en dirección contraria a causa del reciente encarecimiento de ciertos bienes. Por ello no cabe esperar que la inflación vaya a contribuir en gran medida, de momento, a aliviar la carga de la deuda. En cualquier caso, si dominaran los factores restrictivos de oferta, no debe olvidarse que el repunte de la inflación se produciría a costa de un menor nivel real de PIB.

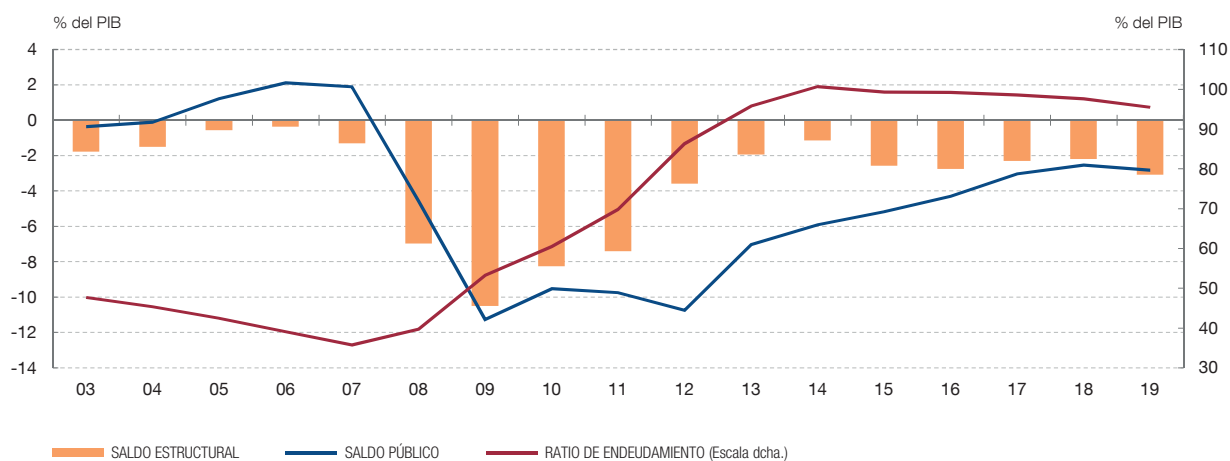
Con respecto a la contribución del crecimiento del PIB a la disminución de la carga de la deuda, las políticas económicas aplicadas en nuestro país han de desempeñar un papel muy activo, como desarrollaré más adelante. A diferencia de lo observado tras otros episodios históricos de rápido aumento de la deuda pública, como en el caso de los países que participaron en la Segunda Guerra Mundial tras el final de la contienda, en el actual contexto demográfico no cabe esperar la obtención de ganancias inmediatas por la creciente incorporación de cohortes jóvenes al mercado laboral o la mejora generalizada de los niveles educativos. Más bien al contrario, hoy caben pocas dudas de que el fenómeno del envejecimiento poblacional presionará a la baja el crecimiento potencial de los países desarrollados⁷.

El papel de la política fiscal en la reducción del endeudamiento público resulta crucial. En el corto plazo, no cabe una retirada prematura de las medidas fiscales de emergencia, pues esto aumentaría el riesgo de que el crecimiento económico sufriera daños más duraderos. Sin embargo, la contrapartida necesaria de este activismo fiscal frente a la pandemia es el anuncio temprano de una estrategia de reducción de los desequilibrios fiscales para su implementación posterior.

Gráfico 26

EL RETO FISCAL PARA ESPAÑA ES MAYOR QUE PARA OTROS PAÍSES POR LA PEOR POSICIÓN DE PARTIDA

ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO



FUENTES: Banco de España, Intervención General de la Administración del Estado e Instituto Nacional de Estadística. Última observación: 2019.

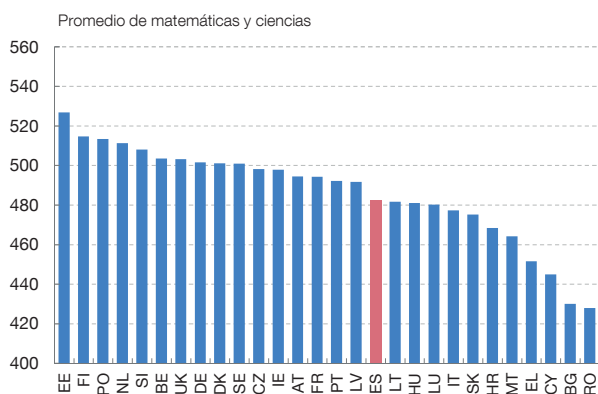
7 Véase Banco de España (2019), «Consecuencias económicas de los cambios demográficos», Informe Anual 2018, capítulo 4.

La magnitud del reto de la reducción del déficit público es significativa. Las estimaciones disponibles muestran que nuestro país ha entrado en la crisis con un déficit estructural elevado, en el entorno del 3% del PIB⁸. Por su parte, el incremento de la deuda pública previsto como resultado de la actual crisis provocará también un aumento de la carga de intereses. Además, es probable que la pandemia aumente la demanda estructural de un capítulo de gasto básico para el bienestar como es el sanitario. Y el gasto en pensiones experimentará incrementos en los próximos años, como consecuencia del efecto combinado del envejecimiento de la población y de la suspensión de la aplicación del índice de revalorización y del factor de sostenibilidad. Asimismo, se han anunciado también algunas medidas que aumentarían el nivel de gasto de manera permanente, como el derivado de la introducción de una renta mínima, pendiente de concretar.

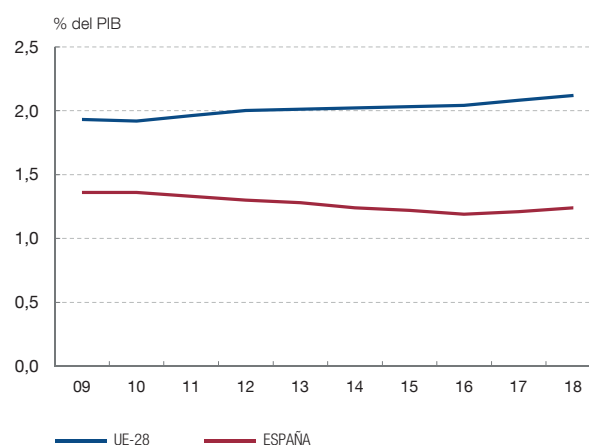
Gráfico 27

LA ESTRATEGIA DE MEDIO PLAZO REQUIERE UNA REVISIÓN EXHAUSTIVA Y LA PRIORIZACIÓN DE LOS DISTINTOS CAPÍTULO PRESUPUESTARIOS DE GASTO

1 RESULTADOS DE LAS PRUEBAS DE PISA EN LA UE-28 (2018)



2 GASTO EN INVESTIGACIÓN Y DESARROLLO



FUENTES: Eurostat y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

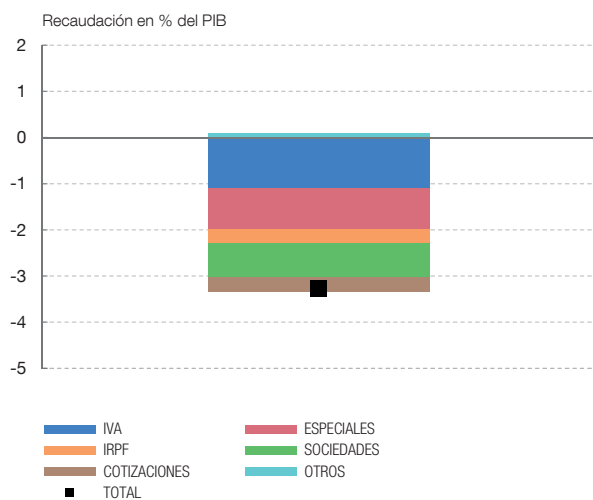
Es preciso tener en cuenta también que, como decía, las futuras mejoras de bienestar asociadas a la reducción del endeudamiento público habrán de venir no solo de la reducción del déficit estructural, sino también de un mayor crecimiento económico, lo que aconseja preservar los recursos destinados a capítulos como la educación y la investigación.

En este contexto, se hace necesario someter a una revisión exhaustiva los distintos capítulos presupuestarios de gasto con el objetivo de identificar aquellas áreas en las que existe margen para una mejora de eficiencia, como viene haciendo la AIReF en los últimos años.

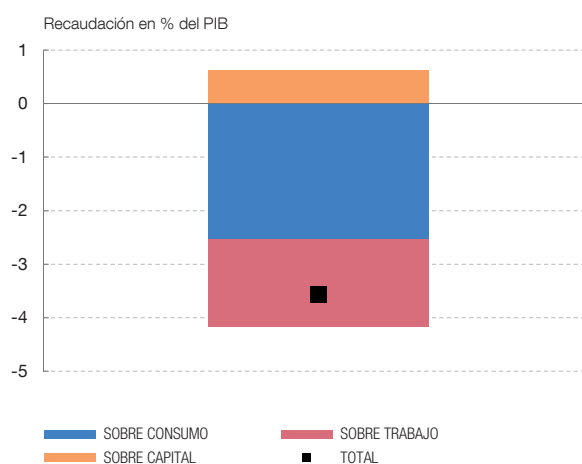
8 Existen distintas estimaciones disponibles sobre la magnitud del déficit público estructural que resulta de aplicar metodologías de cálculo diferentes. El Banco de España la estima en el 3,1% del PIB en 2019, frente al 2,5% estimado por el FMI y el 4,2% de la Comisión Europea.

LAS FUTURAS REVISIONES DEL SISTEMA IMPOSITIVO PUEDEN TOMAR COMO GUÍA EL EXISTENTE EN LOS PAÍSES DE NUESTRO ENTORNO

1 DIFERENCIAS ENTRE LA ESTRUCTURA IMPOSITIVA DE ESPAÑA Y LA MEDIA DE LA UEM EN 2017, POR FIGURAS IMPOSITIVAS



2 DIFERENCIAS ENTRE LA ESTRUCTURA IMPOSITIVA DE ESPAÑA Y LA MEDIA DE LA UEM EN 2017, POR FUENTES DE IMPOSICIÓN



FUENTE: Eurostat.

En cuanto al papel de los impuestos, la mejora de su capacidad recaudatoria y su eficiencia también deberá ser una prioridad, para lo cual la comparación con el resto de los países europeos puede servir de guía⁹. De nuevo, la revisión de los numerosos beneficios fiscales existentes que está realizando la AIReF debería servir para racionalizar su uso y mejorar su eficiencia. Asimismo, parece razonable continuar explorando de manera coordinada a escala internacional algunas vías de reforma impositiva que han sido objeto de debate en tiempos recientes, como la relativa a la revisión de la imposición que recae sobre algunas empresas multinacionales, con el fin de evitar la utilización de estrategias agresivas de planificación tributaria para trasladar sus bases impositivas a aquellas jurisdicciones en las que la tributación es más reducida.

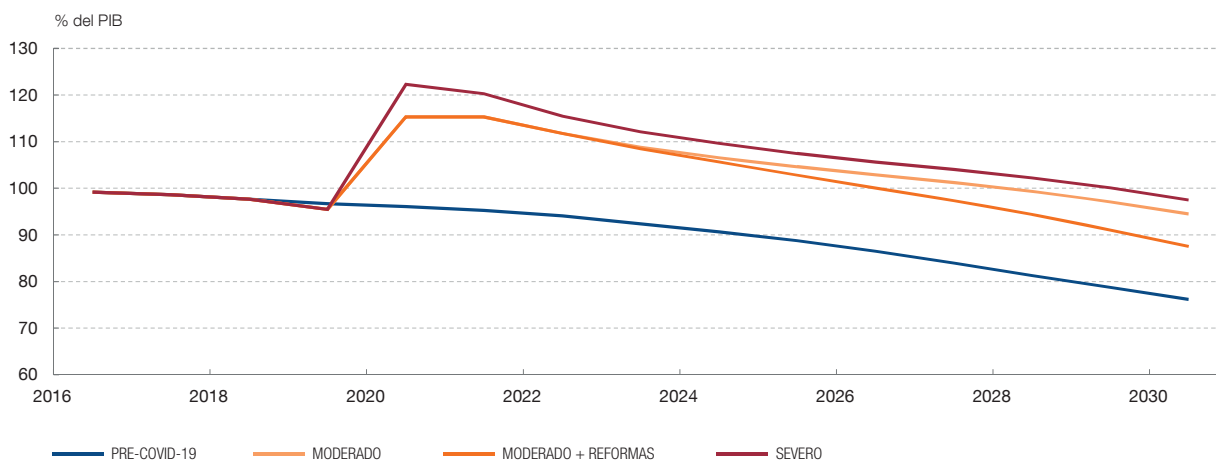
En todo caso, con independencia de su composición entre ingresos y gastos, el anclaje del proceso gradual de consolidación presupuestaria vendrá determinado en el medio plazo por las prescripciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). En este sentido, se puede estimar que, bajo determinados supuestos razonables¹⁰, la deuda pública sobre el PIB tendería a reducirse gradualmente en cualquiera de los escenarios del Banco de España

9 En este sentido, si se utiliza como referencia el cociente entre la recaudación total y el PIB, este se situó el año pasado en aproximadamente el 35 %, unos 6 pp por debajo del nivel alcanzado en el conjunto del área del euro (esta diferencia se reduce a unos 3 pp cuando se considera la media aritmética de los distintos países). Nuestro país destaca, en particular, por su reducido nivel de imposición sobre el consumo, en comparación internacional, así como por una capacidad recaudatoria de los impuestos medioambientales baja.

10 En concreto, en la simulación presentada en la transparencia se asume que el crecimiento potencial de la economía se sitúa algo por encima del 1 %, el deflactor del PIB converge hacia el 2 % a partir de mediados de esta década y los tipos de interés medios de la deuda repuntan solo moderadamente desde los niveles actuales.

REDUCIR LA DEUDA PÚBLICA REQUIERE UN ESFUERZO DE CONSOLIDACIÓN PRESUPUESTARIO Y MEDIDAS DE FOMENTO DEL CRECIMIENTO POTENCIAL

EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA BAJO ESFUERZO FISCAL CONSTANTE
(0,5 pp anuales)



FUENTE: Banco de España.

antes esbozados si se asume, una vez que los efectos de la crisis ya se hayan disipado, una reducción anual del déficit estructural similar a la exigida por el PEC, del 0,5 % del PIB anual, hasta alcanzar un saldo público estructural equilibrado.

Además, es importante resaltar que esta reducción de la deuda sería superior en escenarios alternativos en los que la tasa de crecimiento potencial de la economía aumentara, lo que subraya la importancia de la puesta en práctica de políticas en ese sentido, en lo que me voy a concentrar a continuación¹¹.

ii) Las políticas de fomento del crecimiento a largo plazo

En las estrategias para la reducción del endeudamiento público a medio y a largo plazo, las políticas dirigidas a fomentar un crecimiento sostenido de la actividad y el empleo deben desempeñar un papel al menos tan importante como los propios planes presupuestarios plurianuales.

Inicié esta intervención subrayando que el objetivo fundamental de las políticas económicas en la fase actual de la crisis ha de ser que la economía emerja de la hibernación en condiciones tan favorables como sea posible. Sin embargo, no es descartable que tras el control de la pandemia se produzcan algunos efectos negativos más persistentes sobre determinados sectores, si bien es ciertamente muy pronto para anticipar cómo serán de profundos y qué actividades se verán afectadas con más intensidad.

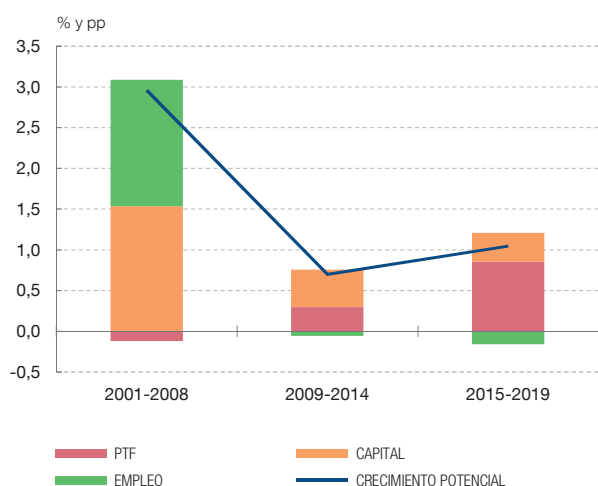
¹¹ A efectos ilustrativos, si como consecuencia de la puesta en marcha de reformas estructurales el crecimiento potencial aumentara en 0,5 pp por año, la ratio de deuda en 2030 de la simulación anterior sería unos 6 pp inferior.

Adicionalmente, existen algunos indicios tentativos que apuntan a que, en el largo plazo, podrían producirse reducciones en la demanda de algunas ramas, como el comercio minorista, y aumentos en la de otras, como la logística, la tecnología o los sistemas de información. La posibilidad de que se produzcan algunos de estos cambios sugiere la conveniencia de estar preparados para ello mediante mecanismos que faciliten la reasignación sectorial y entre empresas, y fortalezcan el aprendizaje continuo de los trabajadores, sobre todo habida cuenta de que *a priori* la transferibilidad de conocimientos entre los sectores potencialmente perdedores y los potencialmente ganadores no parece particularmente elevada¹².

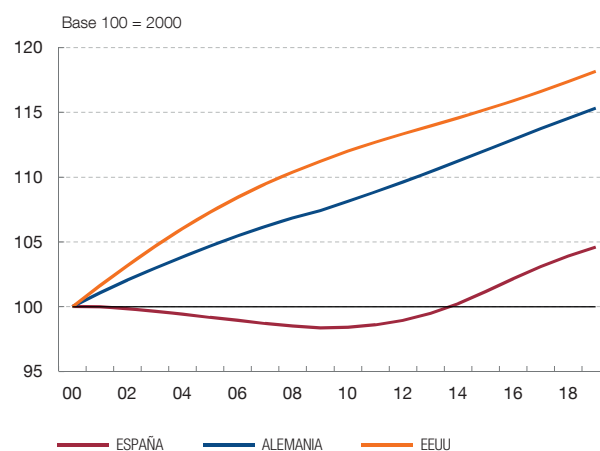
Gráfico 30

LA ECONOMÍA ESPAÑOLA NECESITA AUMENTAR SU PRODUCTIVIDAD PARA ELEVAR SU POTENCIAL DE CRECIMIENTO

1 CRECIMIENTO DEL PIB POTENCIAL DE ESPAÑA Y CONTRIBUCIONES



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



FUENTES: Banco de España y Comisión Europea. Última observación: 2019.

Más allá de estos efectos, las estimaciones disponibles del crecimiento potencial de la economía española muestran que este es reducido en comparación con otros países desarrollados. El crecimiento potencial de una economía, del cual depende el nivel de bienestar a largo plazo, es el resultado de la acumulación de los factores productivos capital y trabajo, y del grado de eficiencia con el que se combinen. Los reducidos niveles de crecimiento potencial de nuestra economía se deben tanto a un pobre registro de la productividad total de los factores (PTF) como a un nivel de desempleo estructural más elevado.

El Banco de España, en sus últimos informes anuales¹³, ha subrayado algunas líneas de política económica cuya aplicación podría mejorar la dinámica de estas variables en

12 B. Anghel, A. Lacuesta y A. V. Regil (2020), «Transferibilidad de habilidades de los trabajadores ocupados en los sectores afectados tras el Covid-19», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020, Banco de España.

13 Véase, por ejemplo, Banco de España (2019), «La economía española ante el entorno global incierto. Evolución reciente, perspectivas y retos», *Informe Anual 2018*, capítulo 1.

nuestro país. Estas actuaciones se refieren tanto al nivel de competencia sectorial como a la estructura productiva, los incentivos fiscales y regulatorios, las políticas de capital humano, I+D y tecnológicas, y la regulación del mercado de trabajo, entre otros.

Me gustaría destacar aquí dos ámbitos de actuación: la mejora del capital humano y el fomento del gasto eficiente en I+D, dado que ambos pueden estar afectados particularmente por la situación generada por el Covid-19.

En lo que respecta al capital humano, el confinamiento decretado a raíz de la crisis ha dado lugar a que los alumnos de los distintos niveles educativos hayan dejado de asistir a clases presenciales, lo que puede comportar efectos relevantes sobre su rendimiento académico, particularmente en el caso de los hogares de menor renta, para los que las posibilidades de sustituir el acceso a la educación presencial son más reducidas. En consecuencia, con miras a fortalecer el crecimiento económico en el largo plazo, un objetivo de las políticas económicas en el futuro inmediato debe ser dotar al sistema educativo de mecanismos que permitan a los alumnos afectados adquirir las cualificaciones necesarias aun en ausencia de educación presencial.

En cuanto a los ocupados que han perdido su puesto de trabajo, resulta fundamental que las medidas orientadas al mantenimiento de sus rentas sean complementadas por políticas activas que impidan la merma de habilidades laborales y fomenten la adquisición de otras nuevas. En este terreno, no está de más recordar que la efectividad de las políticas activas del mercado de trabajo ha sido tradicionalmente una asignatura pendiente en nuestro país. La experiencia internacional indica que una línea de refuerzo de la efectividad de los servicios públicos de empleo ha de ser su capacitación para realizar una orientación individualizada.

Para aquellos ocupados que, tras esta crisis, conserven su puesto de trabajo, cabe concebir también diversas actuaciones tendentes a mejorar su productividad. En primer lugar, es conveniente aplicar fórmulas que contrarresten los eventuales recortes en el gasto en formación que las empresas pudieran introducir en el corto plazo en respuesta a sus necesidades de liquidez, dado el impacto negativo que ello tendría sobre la productividad agregada más adelante. En segundo lugar, los posibles cambios en la estructura sectorial de la ocupación, discutidos con anterioridad, hacen aconsejable reforzar la formación continua, de por sí deseable en el actual contexto de rápido envejecimiento poblacional¹⁴. Por último, la actual extensión del teletrabajo para algunas ocupaciones puede no tener un carácter meramente transitorio como solución de emergencia durante la pandemia, en cuyo caso es preciso que las empresas realicen ciertas inversiones en medios y en conocimientos para asegurar que la productividad de estos trabajadores alcanza su máximo nivel posible.

14 B. Anghel y A. Lacuesta (2020), «Envejecimiento, productividad y situación laboral», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2020, Banco de España.

Por otra parte, la mencionada dualidad del mercado de trabajo tiene implicaciones relevantes para la productividad de la economía en términos agregados, ya que entorpece la acumulación de capital humano por parte de los trabajadores, que van encadenando contratos temporales. Todas estas razones aconsejan que se acometa una revisión profunda del abanico de modalidades contractuales en nuestro país que tienda a equiparar el grado de protección ofrecido a los distintos grupos de trabajadores.

Es importante destacar que el elevado peso de la contratación temporal en la economía española no se explica por su especialización sectorial. Es cierto que en la estructura productiva de España tienen un peso elevado algunas ramas de servicios en las que el grado de la cualificación de la mano de obra es relativamente reducido. En estos casos prima la flexibilidad en el uso del factor trabajo frente al deseo de retener a los trabajadores, dado que el capital humano acumulado en su puesto de trabajo es relativamente reducido. Sin embargo, incluso una vez que se tienen en cuenta estas diferencias en la estructura productiva, se encuentra que la temporalidad es mayor en cada sector considerado individualmente.

En el ámbito de la I+D, la experiencia de crisis anteriores indica que, al igual que sucede con la inversión pública productiva, el gasto de las empresas en inversión en innovación suele ser objeto de reducciones en tiempos de incertidumbre y dificultades financieras, con la consiguiente repercusión negativa sobre el crecimiento a largo plazo¹⁵. Uno de los factores que explican este hecho son las dificultades comparativamente mayores que las empresas innovadoras experimentan en el acceso a la financiación bancaria, dado que tienden a tener un volumen menor de activos tangibles que puedan actuar como garantía de sus préstamos. Como en el caso de la educación, este es un capítulo al que el gasto público debería dedicar una especial atención en el futuro, pues, lejos de deteriorar el endeudamiento público, este gasto contribuye a mejorarlo en el largo plazo, a través del aumento del crecimiento potencial, y, además, la actual crisis aumentará probablemente las tendencias a la digitalización de las economías.

15 Véanse P. López-García, J. M. Montero y E. Moral-Benito (2013), «Business Cycles and Investment in Productivity-Enhancing Activities: Evidence from Spanish Firms», *Industry and Innovation*, 20:7, pp. 611-636, y S. Baker, N. Bloom, S. Davis y S. Terry (2020), «COVID-induced economic uncertainty and its consequences», VoxEU.

Conclusión

Concluyo. Nos enfrentamos a una perturbación de una magnitud sin precedentes. Con las posibles limitaciones que pudieran presentar, las políticas económicas desarrolladas en los distintos ámbitos deberían ayudar a moderar, en el medio plazo, los severos daños que nuestra economía está sufriendo en la actualidad, lo que permitirá salvar muchos empleos y empresas.

En el terreno de la política fiscal, instrumento que está en la primera línea de la respuesta a la crisis, de un modo un tanto paradójico a primera vista, una acción expansiva focalizada y rotunda en el corto plazo es lo que permitirá preservar el tejido productivo que hará que el servicio de la deuda sea menos oneroso en el futuro.

Más allá del corto plazo, la reducción del endeudamiento público requerirá la contribución de las distintas palancas de política económica. Además del mantenimiento de costes de financiación tan reducidos como sea posible, para lo que resultan esenciales la actuación del BCE y la acción común supranacional europea, dos son los ingredientes de las estrategias que harán que la deuda no suponga una carga excesiva ni para las generaciones actuales ni para las futuras. Ambos deben ser aplicados sin demora una vez que hayamos superado la fase más aguda de emergencia sanitaria y sus efectos económicos. En primer lugar, es preciso poner en pie planes plurianuales de consolidación de las finanzas públicas. En segundo lugar, tenemos que volver la mirada hacia aquellas políticas que incrementen el crecimiento potencial de la economía.

Más que nunca, si cabe, ahora resulta crucial que, una vez transcurrida la fase sanitaria del problema, los mecanismos institucionales que rigen el funcionamiento de nuestro país adopten una visión de largo plazo.

Muchas gracias.

18 de mayo de 2020

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 1801 ANA ARENCIBIA PAREJA, ANA GÓMEZ LOSCOS, MERCEDES DE LUIS LÓPEZ y GABRIEL PÉREZ QUIRÓS: A short-term forecasting model for the Spanish economy: GDP and its demand components.
- 1802 MIGUEL ALMUNIA, DAVID LÓPEZ-RODRÍGUEZ y ENRIQUE MORAL-BENITO: Evaluating the macro-representativeness of a firm-level database: an application for the Spanish economy.
- 1803 PABLO HERNÁNDEZ DE COS, DAVID LÓPEZ RODRÍGUEZ y JAVIER J. PÉREZ: Los retos del desapalancamiento público. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1804 OLYMPIA BOVER, LAURA CRESPO, CARLOS GENTO y ISMAEL MORENO: The spanish survey of household finances (EFF): Description and methods of the 2014 wave.
- 1805 ENRIQUE MORAL-BENITO: The microeconomic origins of the Spanish boom.
- 1806 BRINDUSA ANGHIEL, HENRIQUE BASSO, OLYMPIA BOVER, JOSÉ MARÍA CASADO, LAURA HOSPIDO, MARIO IZQUIERDO, IVAN A. KATARYNIUK, AITOR LACUESTA, JOSÉ MANUEL MONTERO y ELENA VOZMEDIANO: La desigualdad de la renta, el consumo y la riqueza en España. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1807 MAR DELGADO-TÉLLEZ y JAVIER J. PÉREZ: Institutional and economic determinants of regional public debt in Spain.
- 1808 CHENXU FU y ENRIQUE MORAL-BENITO: The evolution of Spanish total factor productivity since the Global Financial Crisis.
- 1809 CONCHA ARTOLA, ALEJANDRO FIORITO, MARÍA GIL, JAVIER J. PÉREZ, ALBERTO URTASUN y DIEGO VILA: Monitoring the Spanish economy from a regional perspective: main elements of analysis.
- 1810 DAVID LÓPEZ-RODRÍGUEZ y CRISTINA GARCÍA CIRIA: Estructura impositiva de España en el contexto de la Unión Europea.
- 1811 JORGE MARTÍNEZ: Previsión de la carga de intereses de las Administraciones Públicas.
- 1901 CARLOS CONESA: Bitcoin: ¿una solución para los sistemas de pago o una solución en busca de problema? (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1902 AITOR LACUESTA, MARIO IZQUIERDO y SERGIO PUENTE: Un análisis del impacto de la subida del salario mínimo interprofesional en 2017 sobre la probabilidad de perder el empleo. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1903 EDUARDO GUTIÉRREZ CHACÓN y CÉSAR MARTÍN MACHUCA: Exporting Spanish firms. Stylized facts and trends.
- 1904 MARÍA GIL, DANILO LEIVA-LEON, JAVIER J. PÉREZ y ALBERTO URTASUN: An application of dynamic factor models to nowcast regional economic activity in Spain.
- 1905 JUAN LUIS VEGA (COORDINADOR): *Brexit*: balance de situación y perspectivas. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1906 JORGE E. GALÁN: Measuring credit-to-GDP gaps. The Hodrick-Prescott filter revisited.
- 1907 VÍCTOR GONZÁLEZ-DÍEZ y ENRIQUE MORAL-BENITO: El proceso de cambio estructural de la economía española desde una perspectiva histórica. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1908 PANA ALVES, DANIEL DEJUÁN y LAURENT MAURIN: Can survey-based information help assess investment gaps in the EU?
- 1909 OLYMPIA BOVER, LAURA HOSPIDO and ERNESTO VILLANUEVA: The Survey of Financial Competences (ECF): description and methods of the 2016 wave.
- 1910 LUIS JULIÁN ÁLVAREZ: El índice de precios de consumo: usos y posibles vías de mejora.
- 1911 ANTOINE BERTHOU, ÁNGEL ESTRADA, SOPHIE HAINCOURT, ALEXANDER KADOW, MORITZ A. ROTH y MARIE-ELISABETH DE LA SERVE: Assessing the macroeconomic impact of Brexit through trade and migration channels.
- 1912 RODOLFO CAMPOS y JACOPO TIMINI: An estimation of the effects of Brexit on trade and migration.
- 1913 DUNCAN VAN LIMBERGEN, MARCO HOEBERICHTS, ANA DE ALMEIDA y TERESA SASTRE: A tentative exploration of the effects of Brexit on foreign direct investment vis-à-vis the United Kingdom.
- 1914 MARÍA DOLORES GADEA-RIVAS, ANA GÓMEZ-LOSCOS y EDUARDO BANDRÉS: Ciclos económicos y *clusters* regionales en Europa.
- 1915 MARIO ALLOZA y PABLO BURRIEL: La mejora de la situación de las finanzas públicas de las Corporaciones Locales en la última década.
- 1916 ANDRÉS ALONSO y JOSÉ MANUEL MARQUÉS: Financial innovation for a sustainable economy. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2001 ÁNGEL ESTRADA, LUIS GUIROLA, IVÁN KATARYNIUK y JAIME MARTÍNEZ-MARTÍN: The use of BVARs in the analysis of emerging economies.

- 2002 DAVID LÓPEZ-RODRÍGUEZ y M.^a DE LOS LLANOS MATEA: La intervención pública en el mercado del alquiler de vivienda: una revisión de la experiencia internacional. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2003 OMAR RACHEDI: Structural transformation in the Spanish economy.
- 2004 MIGUEL GARCÍA-POSADA, ÁLVARO MENÉNDEZ y MARISTELA MULINO: Determinants of investment in tangible and intangible fixed assets.
- 2005 JUAN AYUSO y CARLOS CONESA: Una introducción al debate actual sobre la moneda digital de banco central (CBDC).
- 2006 PILAR CUADRADO, ENRIQUE MORAL-BENITO and IRUNE SOLERA: A sectoral anatomy of the Spanish productivity puzzle.
- 2007 SONSOLES GALLEGO, PILAR L'HOTELLERIE-FALLOIS y XAVIER SERRA: La efectividad de los programas del FMI en la última década.
- 2008 RUBÉN ORTUÑO, JOSÉ M. SÁNCHEZ, DIEGO ÁLVAREZ, MIGUEL LÓPEZ y FERNANDO LEÓN: Neurometrics applied to banknote and security features design.
- 2009 PABLO BURRIEL, PANAGIOTIS CHRONIS, MAXIMILIAN FREIER, SEBASTIAN HAUPTEMEIER, LUKAS REISS, DAN STEGARESCU y STEFAN VAN PARYS: A fiscal capacity for the euro area: lessons from existing fiscal-federal systems.
- 2010 MIGUEL ÁNGEL LÓPEZ y M.^a DE LOS LLANOS MATEA: El sistema de tasación hipotecaria en España. Una comparación internacional.
- 2011 DIRECCIÓN GENERAL DE ECONOMÍA Y ESTADÍSTICA: La economía española en 2019. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2012 MARIO ALLOZA, MARIEN FERDINANDUSSE, PASCAL JACQUINOT y KATJA SCHMIDT: Fiscal expenditure spillovers in the euro area: an empirical and model-based assessment.
- 2013 DIRECCIÓN GENERAL DE ECONOMÍA Y ESTADÍSTICA: El mercado de la vivienda en España entre 2014 y 2019. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2014 ÓSCAR ARCE, IVÁN KATARYNIUK, PALOMA MARÍN y JAVIER J. PÉREZ: Reflexiones sobre el diseño de un Fondo de Recuperación europeo. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2015 MIGUEL OTERO IGLESIAS y ELENA VIDAL MUÑOZ: Las estrategias de internacionalización de las empresas chinas.
- 2016 EVA ORTEGA y CHIARA OSBAT: Exchange rate pass-through in the euro area and EU countries.
- 2017 ALICIA DE QUINTO, LAURA HOSPIDO y CARLOS SANZ: The child penalty in Spain.
- 2018 LUIS J. ÁLVAREZ y MÓNICA CORREA-LÓPEZ: Inflation expectations in euro area Phillips curves.
- 2019 LUCÍA CUADRO-SÁEZ, FERNANDO S. LÓPEZ-VICENTE, SUSANA PÁRRAGA RODRÍGUEZ y FRANCESCA VIANI: Medidas de política fiscal en respuesta a la crisis sanitaria en las principales economías del área del euro, Estados Unidos y Reino Unido. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2020 ROBERTO BLANCO, SERGIO MAYORDOMO, ÁLVARO MENÉNDEZ y MARISTELA MULINO: Las necesidades de liquidez y la solvencia de las empresas no financieras españolas tras la perturbación del Covid-19. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2021 MAR DELGADO-TÉLLEZ, IVÁN KATARYNIUK, FERNANDO LÓPEZ-VICENTE y JAVIER J. PÉREZ: Endeudamiento supranacional y necesidades de financiación en la Unión Europea. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2022 EDUARDO GUTIÉRREZ y ENRIQUE MORAL-BENITO: Medidas de contención, evolución del empleo y propagación del Covid-19 en los municipios españoles. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2023 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: La economía española ante la crisis del Covid-19. Comparecencia ante la Comisión de Asuntos Económicos y Transformación Digital del Congreso de los Diputados, 18 de mayo de 2020. (Existe una versión en inglés con el mismo número).