

# 3

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



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

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

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

**La economía mundial afronta esta crisis desde una situación de mayor debilidad que en episodios recesivos precedentes.** En los últimos años, el crecimiento económico global, relativamente modesto en términos históricos, ha estado sostenido fundamentalmente por políticas de demanda extraordinariamente expansivas, en un contexto en el que la tasa de crecimiento potencial a nivel mundial mantenía una senda descendente. Entre las principales causas de esta debilidad secular se encuentran el envejecimiento de la población<sup>1</sup>, que afecta de manera notable a las economías avanzadas y a algunas de las economías emergentes<sup>2</sup>; las bajas tasas de inversión, en particular, en las economías avanzadas, y la desaceleración del crecimiento de la productividad global. En este período, la actividad económica mundial también se ha visto afectada por el aumento de la desigualdad en muchos países y por la creciente polarización política, aspectos ambos que condicionan el proceso de toma de decisiones de política económica. Además de todos estos retos, cuya incidencia se extiende al medio plazo, antes del estallido de la crisis del Covid-19, la economía global también debía afrontar otros desafíos de gran calado, relativamente más novedosos, como el cambio climático o la digitalización de la economía. Ambos requerirán una profunda adaptación de los agentes económicos, así como importantes actuaciones de las políticas públicas, tanto a nivel regulatorio como en términos de mayores inversiones, y, en el caso particular del cambio climático, una respuesta multilateral decidida.

---

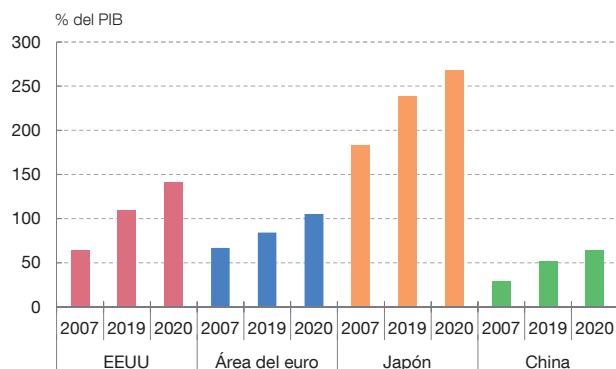
1 Véanse Summers (2015) para una discusión general sobre el *estancamiento secular* y Jimeno *et al.* (2014) para un análisis de las consecuencias de estos desarrollos para las economías europeas.

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

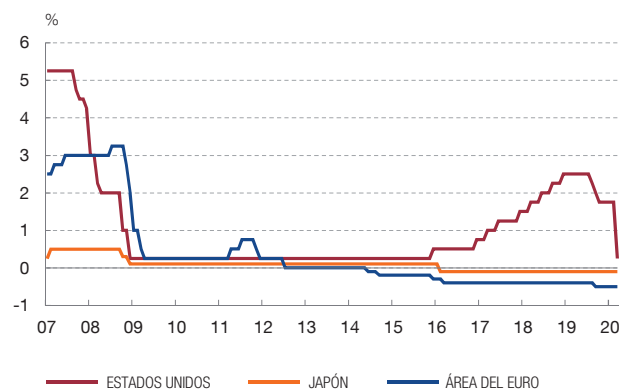
**DEUDA PÚBLICA Y TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DE REFERENCIA**

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

1 DEUDA PÚBLICA (a)



2 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DE REFERENCIA



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Refinitiv.

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



**La enérgica respuesta de las políticas tanto fiscales como monetarias está teniendo lugar en un contexto en el que el margen disponible puede verse condicionado, en algunos casos, por la situación previa a la pandemia de altos niveles de deuda pública y bajos tipos de interés.** A finales de 2019, los niveles de deuda en las principales economías sistémicas se situaban muy por encima de los registrados en 2007, antes de la CFG (véase gráfico 3.1.1). Según el FMI<sup>3</sup>, estos niveles se incrementarán entre 10 y 30 puntos de PIB en 2020 en la mayor parte de las economías avanzadas como consecuencia de las medidas adoptadas contra la pandemia. Esta circunstancia también afecta a las economías emergentes, y en particular a las de América Latina. Además, en esta región, las economías han elevado notablemente su endeudamiento externo desde 2008, denominado principalmente en moneda extranjera, lo que las hace más vulnerables a la reducción de la financiación exterior y a las salidas de capitales. La acumulación de más reservas internacionales que en la anterior crisis solo atenúa parcialmente este problema. Por su parte, antes del estallido de la crisis sanitaria, los tipos de interés en las principales economías avanzadas ya se situaban en niveles muy reducidos (véase gráfico 3.1.2), en un entorno de tasas de inflación persistentemente moderadas y de caídas en el tipo de interés natural<sup>4</sup>.

3 Véase Fondo Monetario Internacional (2020a).

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

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

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

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

**La crisis podría agravar la débil situación del sistema de gobernanza y relaciones económicas globales, que ya se había visto afectado en los últimos años por el incremento del proteccionismo, lo que podría tener graves consecuencias potenciales para el comercio mundial y la industria manufacturera.** El aumento de los aranceles bilaterales y las restricciones a los intercambios de tecnología entre Estados Unidos y China provocó una intensificación de la incertidumbre económica y una desaceleración de la actividad manufacturera a nivel mundial y del comercio internacional durante buena parte de 2018 y 2019<sup>5</sup>. La experiencia reciente podría agravar estos desarrollos tanto en el corto plazo, dadas las disrupciones observadas en las cadenas de suministros y los problemas de desabastecimiento global en algunos productos en determinados momentos de la primera mitad del año, como, principalmente, en el largo plazo, si implica una excesiva renacionalización de algunas cadenas de producción o un cambio significativo en su diversificación geográfica de las mismas (véase epígrafe 5.2).

## 3.2 Las respuestas de política fiscal

**Frente a la emergencia sanitaria, la práctica totalidad de los países han adoptado medidas de política fiscal para financiar el incremento del gasto sanitario y sostener las rentas de los agentes económicos<sup>6</sup>.** Los planes de estímulo aprobados en los distintos países comparten, en general, algunos elementos comunes. Por el lado del gasto, las medidas incorporan aumentos del gasto sanitario, así como otras acciones orientadas al mantenimiento de las rentas de las familias y las empresas más afectadas por la pandemia. Entre estas últimas, destacan el refuerzo de los programas existentes de desempleo parcial y de las bajas por enfermedad en aquellos países que cuentan con estabilizadores automáticos potentes, como es el caso de los europeos. Allí donde la cobertura de los estabilizadores automáticos es menor, se ha optado mayoritariamente por transferencias directas de renta a los hogares. Además, algunos Gobiernos han aprobado subvenciones a empresas afectadas por la pandemia. Por el lado de los ingresos, la gran mayoría de los países han aprobado moratorias de impuestos y contribuciones sociales. Por último, los Gobiernos han adoptado medidas de apoyo a la liquidez de las empresas, con programas de avales públicos de gran tamaño, particularmente entre los países del área del euro.

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

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

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

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

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

Cuadro 3.1

## MEDIDAS DE POLÍTICA FISCAL EN PAÍSES NO EUROPEOS (a)

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

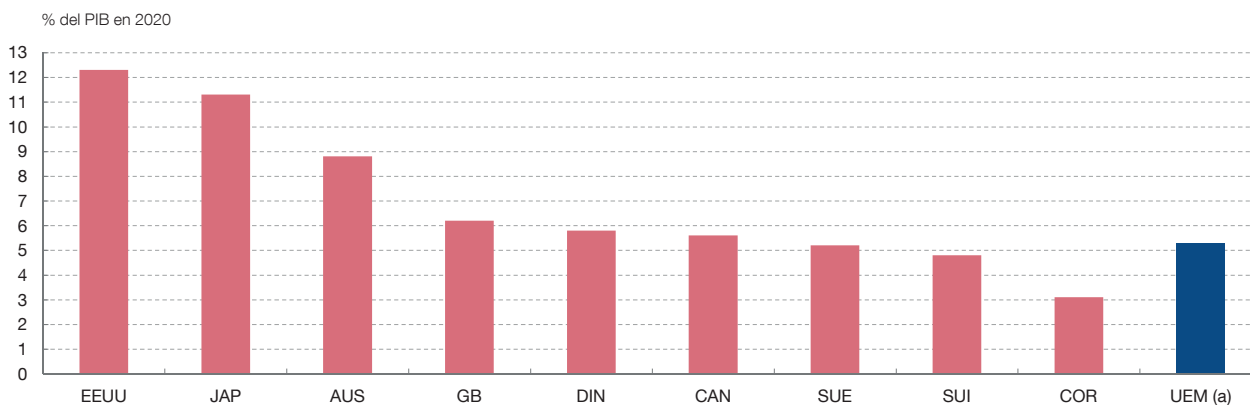
FUENTE: Banco de España, a partir de fuentes nacionales.

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



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

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



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

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



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

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

Cuadro 3.2

## MEDIDAS DE POLÍTICA FISCAL EN PAÍSES EUROPEOS (a)

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

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

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

empresarial<sup>8</sup>. Francia ha aprobado además medidas adicionales de apoyo a diferentes sectores, como el turístico, la aviación o la industria aeroespacial, mediante préstamos, garantías y la posibilidad de rescatar empresas mediante recapitalizaciones o incluso su nacionalización. En tercer lugar, se han aprobado medidas de apoyo a hogares y autónomos. En el caso de Italia, destaca la suspensión de hasta 18 meses de los pagos por hipotecas sobre la primera vivienda, el establecimiento de una renta de emergencia para hogares de renta baja excluidos de otras medidas de ayuda, la suspensión durante cinco meses de los procedimientos de despido iniciados a partir del 23 de febrero, una indemnización de 600 euros para trabajadores autónomos y la distribución de un «bono vacaciones», que las familias de renta baja podrán gastar en establecimientos turísticos italianos hasta finales de año. En Alemania se ha ampliado la cobertura del fondo de renta básica que otorga prestaciones mínimas de subsistencia, cumpliendo ciertos requisitos, a personas en edad de trabajar cuyos ingresos sean considerados insuficientes, incluidas ayudas para el pago de alquileres. Por último, el Gobierno alemán también ha tomado medidas específicas orientadas a impulsar la recuperación del consumo y la inversión, mediante una reducción temporal del IVA, que pasaría del 19 % al 16 % desde julio hasta finales del año, y la creación de un programa de inversión en tecnologías ecológicas y digitales.

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

---

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

## LA REACCIÓN SUPRANACIONAL A LA CRISIS DEL CORONAVIRUS

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

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

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

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

**La propuesta con mayor capacidad de proporcionar un impulso a la economía europea es el Plan de Recuperación para Europa (*Next Generation EU*)<sup>9</sup>.** Esta iniciativa, propuesta por la Comisión Europea a finales del pasado mes de mayo y pendiente de aprobación, estaría basada en un presupuesto suplementario de 750 mm de euros para la UE en el Marco Financiero Plurianual 2021-2027<sup>10</sup>. Estos fondos se financiarían con deuda a largo plazo, que se amortizaría a partir de 2028 mediante nuevos impuestos europeos, tales como impuestos digitales o medioambientales. Los fondos se destinarían a financiar inversiones y reformas en los Estados miembros que

<sup>9</sup> Véase [Plan de Recuperación para Europa](#) de la Comisión Europea.

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

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

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

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

### 3.3 La respuesta multilateral

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

---

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

12 Véase Fondo Monetario Internacional (2020b).

sistemas sanitarios y de protección social muy débiles, la ausencia de una respuesta multilateral contundente podría tener consecuencias dramáticas. En el terreno económico y financiero, la paralización de la actividad en numerosos sectores, la consiguiente ralentización de los intercambios comerciales entre países y los bruscos cambios en los flujos financieros (véase epígrafe 2.2) realzan también la importancia de los foros multilaterales para proporcionar una respuesta global a la pandemia. En este sentido, la solidez de la recuperación económica mundial en el medio plazo dependerá de que la respuesta a la crisis sea global, coordinada y ajustable en el tiempo, conforme surjan nuevas necesidades de actuación<sup>13</sup>. En 2008, la CFG motivó la reactivación del G-20 y la coordinación de políticas macroeconómicas, así como el reforzamiento de la regulación financiera internacional y de su arquitectura institucional. Estos elementos conforman una base importante, aunque insuficiente, para una respuesta mundial frente a la crisis actual.

**Desde principios del mes de marzo, los principales foros multilaterales comenzaron a analizar posibles respuestas a la crisis.** En particular, el G-7 reiteró su compromiso para coordinar los estímulos económicos y las medidas sanitarias y de control de fronteras necesarios para contener la pandemia, mitigar su impacto y contribuir a la recuperación de la economía. Por su parte, el G-20 acordó un extenso Plan de Acción<sup>14</sup> que combina medidas en el terreno sanitario —comprometiéndose al cumplimiento de las reglas internacionales, a la transparencia informativa y a proporcionar los recursos necesarios a entidades como la Organización Mundial de la Salud (OMS)<sup>15</sup>— con una respuesta económica y financiera global y coordinada, y que permite aplicar las excepciones (en materia de restricción de las exportaciones de material médico y suministro de alimentos) a la regulación de la Organización Mundial del Comercio (OMC) solo en caso necesario. Este plan trató de paliar las disfunciones en las cadenas globales de suministro de material sanitario, ante la ausencia de *stocks* estratégicos y de la capacidad de producción a escala nacional que se evidenciaron en los momentos más álgidos de la pandemia. Por otro lado, en respuesta al llamamiento del FMI y del Banco Mundial, los países del G-20, junto con el Club de París, acordaron atender las solicitudes de moratoria que presenten los países de bajos ingresos más afectados por la pandemia sobre los vencimientos de su deuda hasta final de 2020<sup>16</sup>. Igualmente, el G-20 ha invitado a los bancos multilaterales de desarrollo a participar en esta iniciativa, siempre que mantengan su calidad crediticia, y también

---

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

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

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

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

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

**Los principales bancos multilaterales de desarrollo están desempeñando un papel relevante en esta crisis** (véase cuadro 3.3). Desde el inicio de la pandemia, estas instituciones han impulsado una serie de medidas de emergencia, acordes con sus mandatos y ámbitos de actuación. Su apoyo financiero a países emergentes y de bajos ingresos asciende<sup>17</sup>, hasta la fecha de cierre de este Informe, a más de 200.000 millones de dólares, e incluye programas de inversión en el sector sanitario en coordinación con los organismos internacionales competentes. También comprende, entre otras actuaciones, el apoyo a los países más vulnerables a través de redes de seguridad y programas de transferencias, ayudas de emergencia por vía presupuestaria o sectorial acordes con los programas del FMI y líneas de liquidez al sector privado.

**En el marco de la red de seguridad financiera global, el FMI ha desplegado con celeridad una amplia batería de medidas.** Entre las medidas adoptadas por el FMI destaca la ampliación del acceso a líneas de emergencia que carecen de condicionalidad<sup>18</sup> y la creación de una nueva línea de liquidez diseñada para atender a países emergentes con sólidos fundamentos y necesidades de financiación moderadas. Los Acuerdos Regionales de Financiación (ARF)<sup>19</sup> han reiterado su disposición a colaborar con el FMI, intercambiar información y cofinanciar posibles programas. En el contexto de la estrategia «Equipo Europa», de apoyo a los países socios en la lucha contra la pandemia, la Ayuda Macrofinanciera (AMF)<sup>20</sup> podrá destinar un total de 3.000 millones de euros en ayudas a diez países<sup>21</sup>, que se combinarán con la asistencia de emergencia del FMI. Por su parte, los principales bancos centrales han reactivado, e incluso ampliado, con prontitud las líneas *swap* con economías emergentes sistémicas, que tan útiles resultaron durante la CFG.

---

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

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

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

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

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

Cuadro 3.3

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

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

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



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

**A pesar del despliegue de estas actuaciones multilaterales, la magnitud y la naturaleza de esta crisis ponen de manifiesto la necesidad de profundizar en la estructura institucional multilateral y de intensificar el grado de cooperación internacional.** En concreto, en las fases iniciales de extensión global de la pandemia, se ha echado en falta un mayor impulso político coordinado al más alto nivel para favorecer una estrategia de gestión sanitaria a escala global, lo que se ha evidenciado, por ejemplo, en los problemas de desabastecimiento en las cadenas globales de suministro de material sanitario en los momentos álgidos de la pandemia. De igual forma que las grandes crisis del pasado propiciaron profundas transformaciones de la cooperación internacional —la Gran Depresión dio lugar a las instituciones de Bretton Woods, y la CFG transformó el mapa de las instituciones financieras internacionales<sup>22</sup> e impulsó la actuación coordinada de los países—, las dimensiones de esta pandemia y su severo impacto económico global deberían servir de impulso para enriquecer la estructura institucional multilateral y sentar las bases de una cooperación internacional más firme. En particular, es el momento de reflexionar sobre cómo mejorar el papel de estos instrumentos en la gestión de crisis globales como la actual, y en la contención temprana de sus efectos, lo que también permitiría abordar con mayores garantías otros desafíos, como el cambio climático, a los que la economía y la sociedad mundiales deben comenzar a hacer frente ya en el corto plazo. No obstante, los avances en esta dirección no parecen fáciles, dada la fragilidad del multilateralismo en la coyuntura actual, amenazado por el creciente tensionamiento de las relaciones internacionales entre Estados Unidos y China, que podría derivar en una reactivación de posiciones proteccionistas. En este contexto, la Unión Europea debería desempeñar un papel de liderazgo en la consecución de un multilateralismo reforzado e integrador, y de un marco de actuación regido por normas internacionales.

---

22 Véase Garrido *et al.* (2016).

## 3.4 Las respuestas de política monetaria

### 3.4.1 Las actuaciones de los grandes bancos centrales

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

**Entre las economías emergentes, los bancos centrales han apelado de forma generalizada a reducciones de los tipos de interés de política monetaria.**

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

Cuadro 3.4

**MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA ADOPTADAS PARA COMBATIR EL IMPACTO DEL CORONAVIRUS**

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

FUENTE: Banco de España.

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

Cuadro 3.4

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

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

FUENTE: Banco de España.

Cuadro 3.4

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

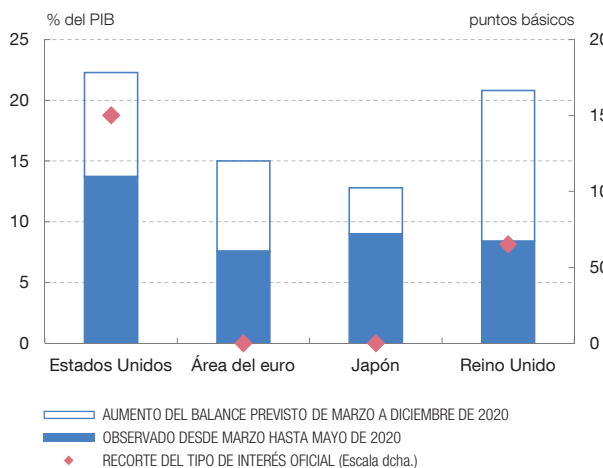
País	Medidas de liquidez en los mercados domésticos	Cantidad	Respaldada por el Tesoro (%)	Swaps de divisas / Provisión de liquidez a otros bancos centrales	Cantidad
Área del euro				Coordinada con otros bancos centrales	Bulgaria y Hungría (2 mm €), Rumanía (4,5 mm €) y Dinamarca (12 mm €)  Sin límite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

FUENTE: Banco de España.

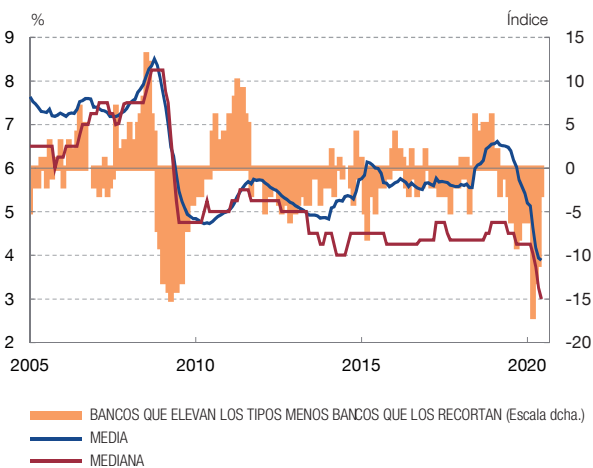
**MEDIDAS ADOPTADAS POR LOS PRINCIPALES BANCOS CENTRALES**

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

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



2 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES EN ECONOMÍAS EMERGENTES



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

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



### 3.4.2 Las actuaciones del BCE

**Ante la crisis sanitaria del Covid-19, el 12 de marzo el BCE adoptó un amplio paquete de medidas expansivas de política monetaria con el objetivo de contribuir a mantener la provisión fluida de crédito a la economía real.** En primer lugar, el BCE se comprometió a realizar compras netas de activos dentro de su programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) por valor de 120 mm de euros adicionales hasta el final de 2020. En segundo lugar, decidió llevar a cabo operaciones de financiación a plazo más largo (LTRO, por sus siglas en inglés) para ofrecer liquidez inmediata y en condiciones favorables a los bancos hasta junio de 2020, fecha de la segunda operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-III, por sus siglas en inglés) prevista en este año<sup>23</sup>. Y, en tercer lugar, con el objetivo de respaldar el crédito bancario a los agentes más afectados por la propagación del Covid-19, en particular a las pequeñas y medianas empresas, el BCE acordó aplicar condiciones considerablemente más favorables entre junio de 2020 y junio de 2021 a todas las operaciones TLTRO-III vigentes durante ese

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

período<sup>24</sup>. En paralelo, el Mecanismo Único de Supervisión europeo decidió permitir a los bancos utilizar de forma temporal sus colchones de capital y de liquidez, con el objetivo de facilitar que estas entidades continúen cumpliendo con su papel de financiar a la economía real (véase epígrafe 3.5).

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

**Además, durante el mes de abril, el BCE adoptó una serie de medidas temporales de flexibilización de los criterios de admisión de los activos de garantía del Eurosistema.** El objetivo principal de estas actuaciones es ampliar la capacidad de petición de fondos de los bancos en las operaciones de financiación del Eurosistema y apoyar la provisión de crédito bancario a empresas y hogares (véase recuadro 3.2 para más detalles). Adicionalmente, en su reunión del 30 de abril, el BCE introdujo nuevas LTRO de emergencia frente a la pandemia (PELTRO, por sus siglas en inglés) para apoyar las condiciones de liquidez en el sistema financiero<sup>25</sup>.

---

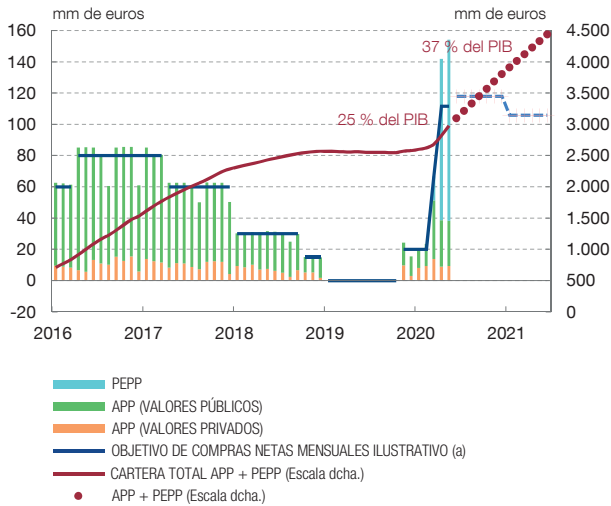
24 Las condiciones de las TLTRO-III fueron objeto de una mejora adicional en la reunión del BCE de 30 de abril. Tras esta recalibración, el tipo máximo aplicable durante el período de junio de 2020 a junio de 2021 es 50 pb inferior al tipo medio de las operaciones principales de financiación a largo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

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

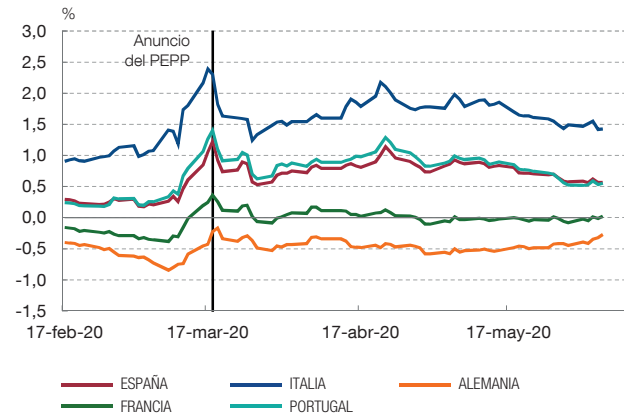
**EL BCE HA ADOPTADO UN AMPLIO PAQUETE DE MEDIDAS EXPANSIVAS DE POLÍTICA MONETARIA**

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

1 PROGRAMA DE COMPRA DE VALORES (APP)



2 TIPOS DE INTERÉS DE BONOS SOBERANOS A DIEZ AÑOS



FUENTES: Banco Central Europeo y Thomson Reuters Datastream.

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



**En suma, la reacción del BCE ha sido, en general, notablemente más enérgica que tras la crisis financiera de 2008.** Como se ha discutido, las principales medidas del BCE se han centrado en sus programas de compras de activos (APP y PEPP) y en sus programas de financiación a largo plazo (LTRO, TLTRO-III y PELTRO). Como resultado de estas medidas, se espera que el tamaño del balance del Eurosistema aumente, al menos, en cerca de 2 billones de euros durante 2020<sup>26</sup>, sensiblemente por encima del incremento de algo más de medio billón de euros que se produjo tras la respuesta inicial del BCE a la crisis iniciada en 2008. La reacción de la autoridad monetaria europea en aquella ocasión se centró, fundamentalmente, en la reducción de sus tipos de interés oficiales y, por otro lado, en el establecimiento de las subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena (FRFA, por sus siglas en inglés) en las operaciones de financiación desde octubre de 2008, con el objetivo de proveer de la liquidez necesaria a las instituciones financieras del área del euro.

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



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

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

## 3.5 Las respuestas de las autoridades financieras

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

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

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

**Además, se permitirá que las entidades operen temporalmente por debajo de los requerimientos regulatorios habituales de capital y de liquidez.** Aunque en España no se había llegado a activar el CCA, los bancos españoles sí han acumulado otros colchones y requerimientos de capital a lo largo de los últimos años, con el fin, precisamente, de ser utilizados para absorber pérdidas ante escenarios de materialización de riesgos, como el generado por el Covid-19. En este sentido, el BCE y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés) han impulsado la utilización de los colchones de capital y de liquidez disponibles por parte de las entidades de crédito, así como el uso oportuno de la flexibilidad existente en la regulación prudencial para acomodarse a la nueva situación. Asimismo, la Junta Única de Resolución (JUR) también ha aclarado cómo supervisará, en el entorno actual, el cumplimiento de los requerimientos mínimos de pasivos elegibles (*Minimum Required Eligible Liabilities*, MREL). Estos requerimientos, diseñados para absorber pérdidas en caso de resolución, serán supervisados de forma que no limiten la capacidad de uso de los colchones de capital liberados o flexibilizados por las autoridades<sup>28</sup>.

---

27 Véase Banco de España (2020).

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

**En el ámbito microprudencial, se han promovido medidas de flexibilidad operativa, prudencial y regulatoria para apoyar el correcto funcionamiento del sistema bancario y facilitar el mantenimiento del flujo de crédito.** Los procesos supervisores se han adaptado para ajustar los recursos operativos comprometidos por las entidades, de modo que estos puedan ser utilizados para contribuir a la continuidad del negocio. En este sentido, la Autoridad Bancaria Europea (ABE) decidió posponer el ejercicio bianual de pruebas de resistencia hasta 2021. No obstante, esta institución ha publicado un análisis de sensibilidad para evaluar el impacto del Covid-19 a partir de la información recabada en el ejercicio de estrés de 2018<sup>29</sup>. Adicionalmente, la ABE ha publicado su ejercicio de transparencia de 2020 con datos relativos a 127 bancos europeos, en el que se detalla su posición financiera en diciembre de 2019<sup>30</sup>. Por su parte, la Supervisión Bancaria del BCE solicitó a las entidades que incluyeran el riesgo de pandemia en sus planes de contingencia y que revisaran sus planes de continuidad de negocio. Asimismo, se han extendido los plazos para el cumplimiento de las medidas correctoras requeridas en las inspecciones *in situ* y en las revisiones de modelos internos ya concluidas, y se ha permitido la aplicación flexible de la guía del BCE sobre activos dudosos.

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

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

30 Véase *2020 EU-wide transparency exercise*.

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

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

**Se ha recomendado la suspensión temporal del reparto de dividendos y la prudencia en la retribución variable a los empleados (bonus), para canalizar la generación de resultados hacia el refuerzo de la solvencia de las entidades.** En marzo de 2020, el BCE<sup>31</sup> y la Autoridad Bancaria Europea<sup>32</sup> recomendaron a las entidades que no distribuyesen dividendos para los ejercicios 2019 y 2020, al menos hasta el 1 de octubre de este año, y que se abstuvieran de llevar a cabo recompras de acciones para remunerar a sus accionistas. El Banco de España ha extendido esta recomendación a las entidades españolas bajo su supervisión<sup>33</sup>. La CNMV y el Colegio de Registradores de España han emitido un comunicado conjunto para indicar cómo han de proceder las entidades que hayan aprobado un dividendo y quieran realizar modificaciones<sup>34</sup>. Todas las entidades significativas españolas que estaban en condiciones legales de suspender o aplazar el dividendo sobre los resultados de 2019 han seguido la recomendación del BCE y lo han hecho.

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

---

31 Véase [nota de prensa del Banco Central Europeo de 27 de marzo de 2020](#).

32 Véase [EBA Statement on dividends distribution, share buybacks and variable remuneration](#), de 31 de marzo de 2020.

33 Véase [nota de prensa del Banco de España de 27 de marzo de 2020](#).

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

35 Véanse las notas de prensa de la JERS de [14 de mayo de 2020](#) y de [8 de junio de 2020](#).

primer lugar, la JERS ha recomendado la extensión de las limitaciones sobre la distribución de dividendos a todo el sistema financiero de la UE y las ha ampliado hasta, al menos, el 1 de enero de 2021. Adicionalmente, ha emitido recomendaciones sobre la remuneración variable<sup>36</sup> y ha emitido una recomendación para desarrollar, tanto a escala nacional como de la UE, un marco un seguimiento de las implicaciones sobre la estabilidad financiera de las medidas de apoyo a la economía introducidas por los Estados miembros en respuesta a la crisis del Covid-19<sup>37</sup>. Además, la JERS ha publicado una recomendación, dirigida a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés), para que coordine con las autoridades nacionales un ejercicio de supervisión destinado a evaluar el grado de preparación de los fondos de inversión con exposiciones significativas a valores de renta fija privada y a activos inmobiliarios ante posibles presiones de reembolso en el futuro<sup>38</sup>. Por último, la JERS ha emitido una recomendación con actuaciones orientadas a mitigar potenciales riesgos de liquidez y efectos procíclicos vinculados a los requerimientos de márgenes de variación en la liquidación de valores por parte de cámaras de contrapartida central<sup>39</sup>.

---

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

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

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

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

## BIBLIOGRAFÍA

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

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

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

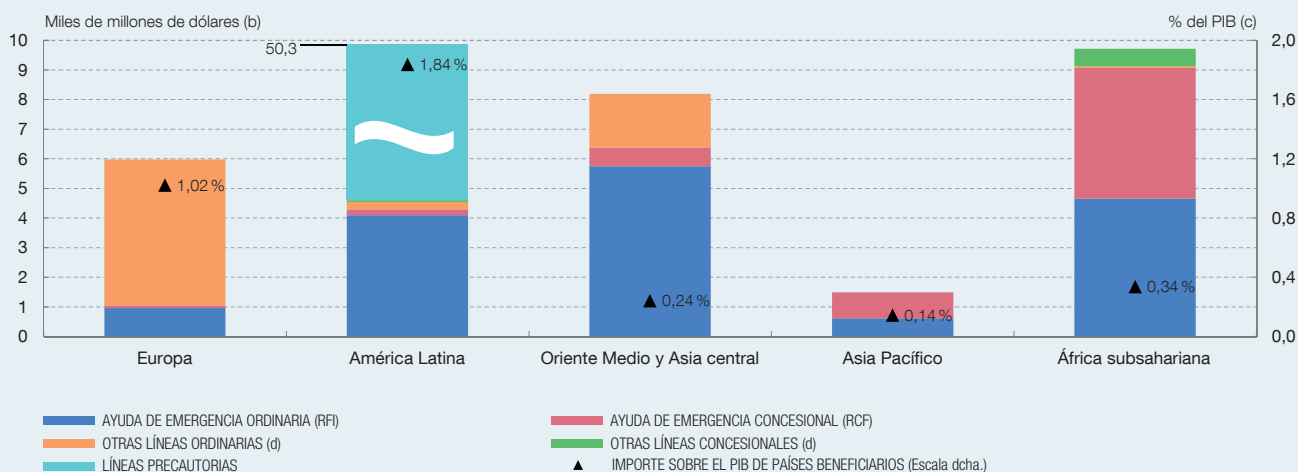
Las medidas de apoyo que ha adoptado el FMI se han concentrado, fundamentalmente, en potenciar su asistencia financiera de emergencia con carácter temporal, aliviar la deuda de los países de bajos ingresos más vulnerables y ofrecer liquidez a corto plazo a través de una nueva línea de crédito<sup>1</sup>. Al cierre de este Informe, el Fondo todavía no había decidido si complementar estas medidas con una emisión general de su moneda, los derechos especiales de giro (DEG), distribuida proporcionalmente entre todos sus miembros.

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

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

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

VOLUMEN ABSOLUTO Y RELATIVO DE LA ASISTENCIA FINANCIERA A CADA REGIÓN



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

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

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

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

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

En cuanto al alivio de la deuda para los países de bajos ingresos más vulnerables, el FMI ha adaptado a la nueva situación de pandemia global el Fondo Fiduciario para Alivio y Contención de Catástrofes (*Catastrophe-Containment and Relief Trust*, CCRT), un fondo fiduciario nutrido por aportaciones voluntarias de sus miembros, con el propósito de facilitar que los países más vulnerables puedan liberar recursos financieros para reorientarlos al fortalecimiento sanitario y asistencial de emergencia. Asimismo, el FMI ha dado luz verde a la condonación inmediata de los vencimientos de la deuda de 25 de los 33 países cubiertos por el CCRT, la mayoría de ellos del África subsahariana, por valor de 215 millones de dólares, durante un período inicial de seis meses y con finalización en octubre. Este plazo podría prolongarse hasta un máximo de dos años, sujeto a la disponibilidad de recursos en el servicio fiduciario. Con este objetivo, el FMI ha abierto una ronda de captación de recursos por importe de unos 1.000 millones de dólares para el CCRT. También en el ámbito de la financiación concesional, el Fondo ha puesto en marcha otra ronda de obtención de recursos para préstamos y subsidios en el Fondo Fiduciario para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza (*Poverty Reduction and Growth Trust*, PRGT) de alrededor de 19.000 millones de dólares<sup>2</sup>. Por último, en paralelo a la reforma del CCRT, el FMI y el Banco Mundial<sup>3</sup> han realizado un **llamamiento conjunto** a los miembros del G-20 para que los acreedores oficiales bilaterales suspendan la obligatoriedad del pago de la deuda de los países de bajos ingresos que soliciten una moratoria (véase el epígrafe 3.2 de este Informe).

En cuanto a la provisión de liquidez en el corto plazo, el FMI ha creado una nueva línea de crédito, denominada Línea de Liquidez a Corto Plazo (*Short-Term Liquidity Line*, SLL), para suministrar liquidez a economías —principalmente emergentes— con sólidos fundamentos económicos, pero sujetas a presiones moderadas de balanza de pagos<sup>4</sup>. La SLL establece los mismos criterios de acceso que el instrumento precautorio Línea de Crédito Flexible (*Flexible Credit Line*, FCL), financiación por importe del 145 % de la cuota del país, vigencia de un año (con renovaciones indefinidas), disposición rotatoria y cargas financieras más favorables que el resto de las líneas de crédito del Fondo<sup>5</sup>. Este instrumento contribuirá a potenciar el papel del Fondo en la red de seguridad financiera global, sobre todo en la medida en que podrá facilitar la provisión de liquidez a economías que se encuentran fuera de la red de líneas *swap* proporcionadas por los principales bancos centrales. Las primeras estimaciones del Fondo apuntan a una demanda potencial cifrada en unos 50.000 millones de dólares, si bien al cierre de este Informe no se ha hecho ninguna petición. La SLL se revisará dentro de cinco años y, en caso de no renovación, se cancelaría dentro de siete años.

Una medida adicional de apoyo destinada a la generalidad de los miembros del FMI es la posibilidad de que este lleve a cabo una emisión general de DEG<sup>6</sup> por un importe que podría situarse en los 500.000 millones de dólares, y que se repartiría entre todos los miembros en función de su cuota en el FMI. Se trata de una opción discutida recurrentemente en el seno del Fondo, y arbitrada durante la crisis financiera global (CFG), pero que todavía no cuenta con el respaldo suficiente para su aprobación. Las emisiones de DEG tienen por finalidad cubrir necesidades globales de liquidez a largo plazo muy elevadas para

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

**LA FLEXIBILIZACIÓN DEL MARCO DE GARANTÍAS DEL EUROSISTEMA**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Para ello, la metodología empleada es un análisis de eventos que utiliza datos intradía de varios indicadores de los mercados financieros. Esta técnica permite identificar el impacto inmediato de los anuncios de los programas de compras de activos de los bancos centrales sobre los precios de los activos financieros. Este impacto es uno de los principales canales de transmisión de estos programas y en la literatura económica recibe el nombre de «efecto *stock*», ya que recoge las expectativas de los inversores sobre la evolución futura del *stock* de activos financieros en manos del banco central. Los estudios de eventos son habituales en la evaluación de los programas de compras de activos de los principales bancos centrales<sup>1</sup>. Como nota de cautela, cabe indicar que esta metodología permite realizar solo una evaluación parcial de los efectos de este tipo de programas sobre los mercados financieros, ya que no captura otros efectos de las compras de activos, como los producidos por los flujos de compras en el momento en que estas se producen («efectos flujo»), por lo que, en principio, este enfoque infravalora el impacto total de estos programas.

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

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

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

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

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

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

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

menor que el causado por el anuncio inicial del PEPP. Ello puede deberse a varios factores. Por un lado, al contrario que el anuncio inicial, que fue mayoritariamente inesperado, la ampliación anunciada el 4 de junio sí estaba descontada por los inversores, si bien el volumen adicional finalmente aprobado fue mayor de lo esperado<sup>3</sup>.

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

Gráfico 1  
BOLSAS Y TIPOS DE CAMBIO

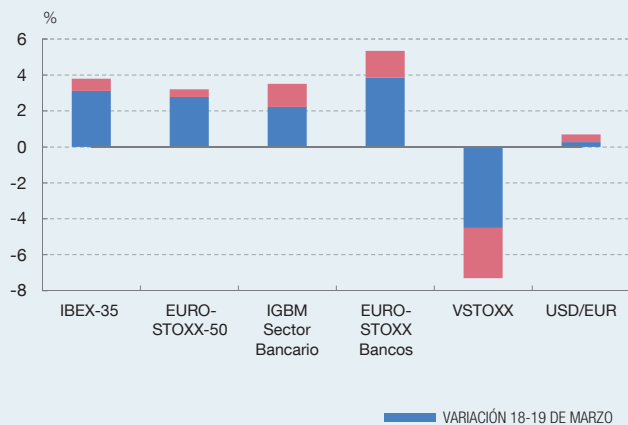
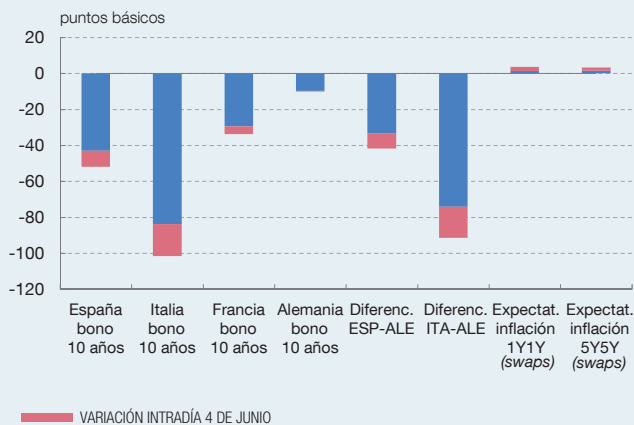


Gráfico 2  
DEUDA SOBERANA Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



FUENTE: Thomson Reuters.

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

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

El impacto de una determinada actuación fiscal discrecional depende de múltiples factores, entre los que cabe destacar el espacio fiscal del que goza la economía que despliega la medida, la reacción de política fiscal de otras economías con las que la primera está estrechamente relacionada, y la respuesta y el margen de actuación disponible en el ámbito de la política monetaria<sup>1</sup>. El propósito de este recuadro es ilustrar los diversos canales a través de los cuales estos factores inciden sobre el grado de efectividad de la política fiscal. Para ello, se emplea el modelo de equilibrio general estocástico desarrollado en Andrés *et al.* (2020)<sup>2</sup> y se analiza, bajo distintos escenarios, la respuesta de la economía a un estímulo fiscal transitorio como el que se está implementando en la mayoría de los países afectados por la pandemia de Covid-19.

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

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

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

En este modelo, un aumento transitorio del gasto público, como el que se deriva de las medidas adoptadas para luchar contra los efectos de la pandemia de Covid-19, en un país de la unión monetaria estimula la actividad en el corto plazo. No obstante, la magnitud y persistencia temporal de dicho estímulo depende crucialmente de la respuesta de la política monetaria, del espacio fiscal disponible (que afecta al nivel de la prima de riesgo) y de las medidas fiscales adoptadas en el resto de la unión, tal y como se ilustra en los siguientes ejercicios de simulación. Teniendo en cuenta que el modelo utilizado constituye una representación muy simplificada de los distintos mecanismos que operan en una unión monetaria, estas simulaciones deben valorarse fundamentalmente desde una perspectiva cualitativa<sup>3</sup>.

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

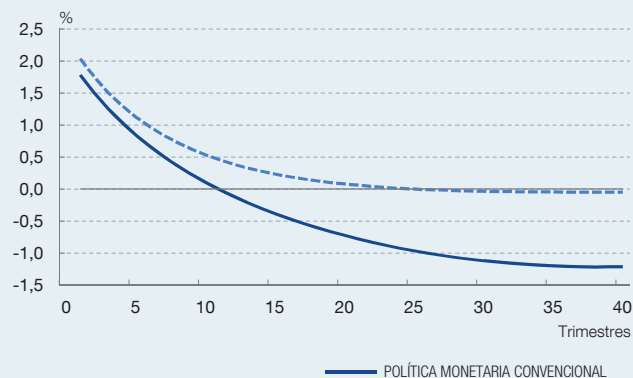
- 1 En el plano teórico, véase, por ejemplo, L. Christiano, M. Eichenbaum y S. Rebelo (2011), «When is the government spending multiplier large?», *Journal of Political Economy*, 119(1), pp. 78-121, The University of Chicago. Desde una perspectiva empírica, véase, por ejemplo, V. A. Ramey (2019), «Ten years after the financial crisis: What have we learned from the renaissance in fiscal research?», *Journal of Economic Perspectives*, 33(2), pp. 89-114, American Economic Association. Las interacciones entre la política monetaria y la política fiscal en el contexto de una unión monetaria con economías asimétricas, como la UEM, han sido objeto de estudio en Ó. Arce, S. Hurtado y C. Thomas (2016), «Policy Spillovers and Synergies in a Monetary Union», *International Journal of Central Banking*, vol. 12, n.º 3, pp. 219-277.
- 2 J. Andrés, P. Burriel y W. Shen (2020), *Debt sustainability and fiscal space in a heterogeneous monetary union: normal times vs the zero lower bound*, Documentos de Trabajo, n.º 2001, Banco de España.
- 3 En particular, el modelo no contempla los efectos que el programa actual de compras de deuda soberana del BCE pueda tener sobre las primas de riesgo de cada país, ni sobre la fragmentación del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

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

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

**Gráfico 1**  
RESPUESTA DE UN PAÍS CON UN ESPACIO FISCAL REDUCIDO A UN AUMENTO TRANSITORIO DE SU GASTO PÚBLICO EN FUNCIÓN DE LA REACCIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

1.1 PIB DE UN PAÍS SIN ESPACIO FISCAL

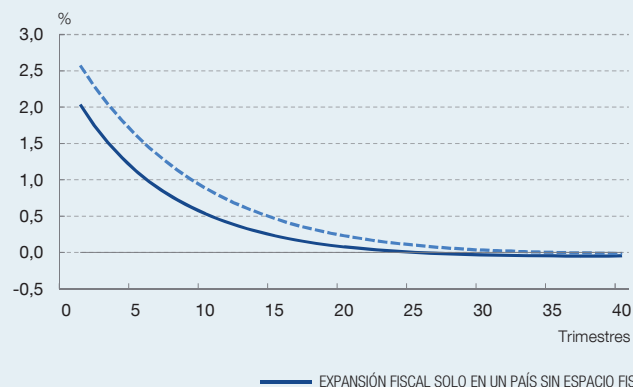


1.2 PRIMA DE RIESGO SOBERANA DE UN PAÍS SIN ESPACIO FISCAL

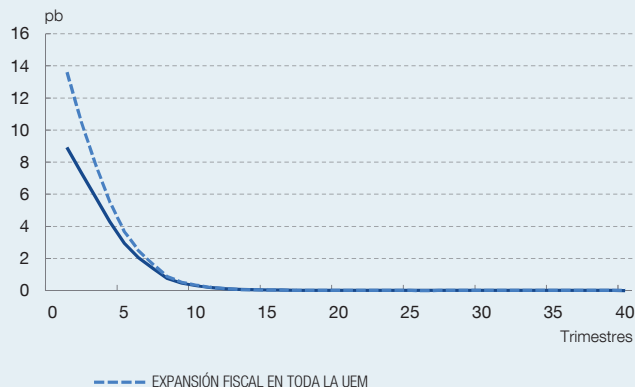


**Gráfico 2**  
RESPUESTA DE UN PAÍS CON ESPACIO FISCAL REDUCIDO A UN AUMENTO TRANSITORIO DEL GASTO PÚBLICO EN EL CONJUNTO DE LA UEM

2.1 PIB DE UN PAÍS SIN ESPACIO FISCAL

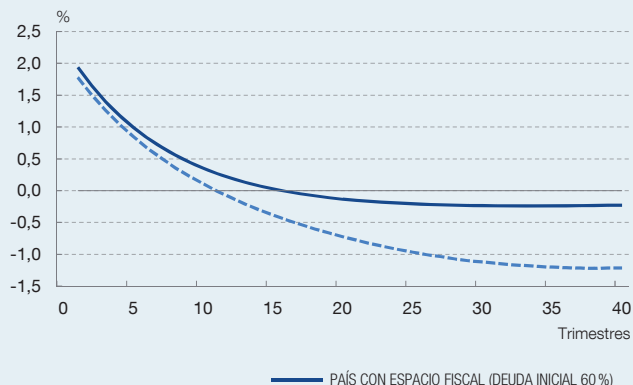


2.2 PRIMA DE RIESGO SOBERANA DE UN PAÍS SIN ESPACIO FISCAL

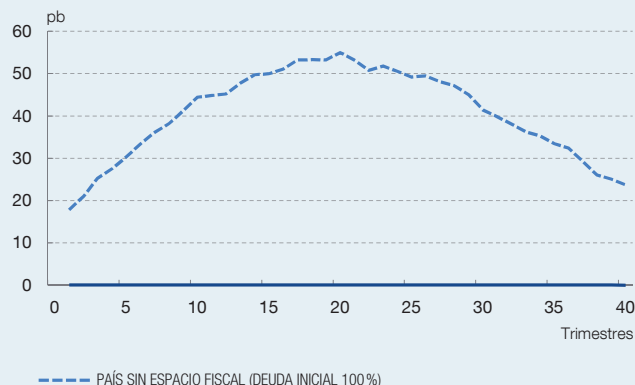


**Gráfico 3**  
RESPUESTA DE UN PAÍS A UN AUMENTO TRANSITORIO DE SU GASTO PÚBLICO EN FUNCIÓN DEL ESPACIO FISCAL DISPONIBLE

3.1 PIB



3.2 PRIMA DE RIESGO SOBERANA



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

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

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

política monetaria<sup>4</sup>. En particular, la línea sólida muestra la evolución del PIB cuando la política monetaria opera en las circunstancias habituales —distintas de las actuales en el caso de la UEM—, en las que el banco central reacciona ante cualquier subida de la inflación elevando sus tipos de interés de acuerdo a su regla convencional. En este caso, los efectos expansivos de la política fiscal desaparecen de una forma relativamente rápida. Este resultado se debe a que el aumento de la actividad en el corto plazo por efecto del estímulo fiscal presiona al alza sobre los precios, lo que conlleva que el banco central suba los tipos de interés oficiales. Esto, a su vez, hace que la inflación se modere, pero, al mismo tiempo, lastra el dinamismo de la actividad al traducirse en un endurecimiento de las condiciones de financiación tanto para el sector público como para el sector privado. Por otra parte, la expansión fiscal supone un incremento significativo de los ratios de déficit y de deuda pública, ya de por sí elevadas. Ello provoca un aumento de la prima de riesgo exigida por los inversores, lo que tiene un efecto adverso adicional sobre la actividad (véase la línea continua del gráfico 1.2).

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

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

transitorio considerado anteriormente en función de la respuesta de política fiscal desplegada en el resto de la unión monetaria. En particular, las líneas sólidas reflejan el comportamiento de las variables seleccionadas cuando el agregado formado por el resto de los países de la UEM no implementa ningún estímulo fiscal discrecional, mientras que las líneas discontinuas se corresponden con un escenario en el que el incremento del gasto público en estos países es similar al implementado, en promedio, en la UEM durante esta crisis (3,5 % del PIB según la estimación del Eurosistema<sup>5</sup>). En estos dos ejercicios se asume que el BCE no endurece su política monetaria en respuesta a estas medidas fiscales, como en el segundo caso descrito anteriormente<sup>6</sup>. Como se puede apreciar en estos gráficos, si el aumento del gasto público fuera simultáneo en todos los países de la unión monetaria, su efecto expansivo sobre la economía sin espacio fiscal sería mayor. Por un lado, el estímulo fiscal coordinado generaría mayores presiones inflacionistas, lo que, en un contexto de política monetaria acomodaticia, llevaría a una reducción más intensa de los tipos de interés reales. Por otro lado, la expansión de la actividad en el resto del área del euro también estimularía la actividad doméstica por la vía del incremento de las exportaciones. Ambos aspectos conllevarían una mejora de las perspectivas para las finanzas públicas de este país, lo que ayudaría a reducir la prima de riesgo y, a su vez, a amplificar el efecto expansivo de esta medida fiscal.

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

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

5 Véase [Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, June 2020](#).

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



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

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

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

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