

20.10.2020

Retos y políticas para la estabilidad financiera ante la pandemia

Clausura del XI Encuentro Sector Financiero Expansión - KPMG

Pablo Hernández de Cos

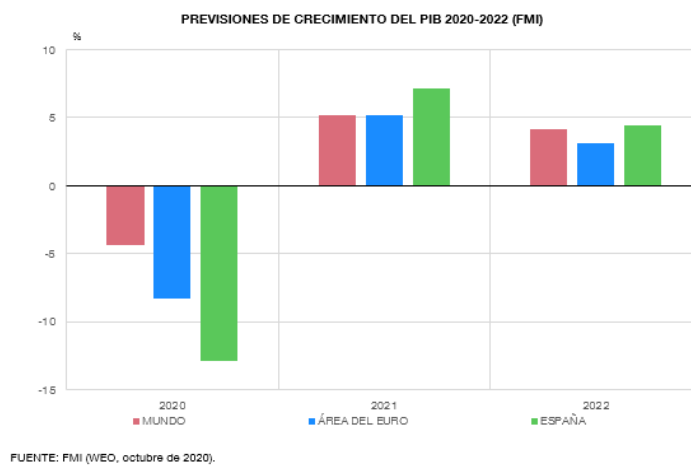
Gobernador

Señoras y señores, muy buenos días:

Quiero comenzar mi intervención agradeciendo a los organizadores la invitación a participar, una vez más, en este encuentro anual sobre el sector financiero. Es un placer para mí clausurar un evento en el que, como siempre, grandes conocedores del sistema financiero español y global han debatido sobre algunos de los retos que afronta el sector. El debate serio y riguroso que se fomenta en este encuentro es especialmente relevante en una situación como la que afrontamos, en la que la crisis económica generada por la pandemia está provocando ya innegables repercusiones también para el sistema financiero.

EFFECTOS DE LA CRISIS SOBRE LA ACTIVIDAD: UN IMPACTO SIN PRECEDENTES Y PERSISTENTE, UNA RECUPERACIÓN PARCIAL, HETEROGÉNEA E INCIERTA

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



A estas alturas del año, es evidente para todos que la crisis sanitaria y las medidas necesarias para contenerla han causado un profundo impacto macroeconómico en todo el mundo. Es evidente también que el grado de persistencia de esta perturbación, que en principio debe ser considerada como de carácter temporal, también está siendo muy elevado, como resultado de que los rebotes de la enfermedad están obligando a mantener -e incluso a aumentar de nuevo- las restricciones a la actividad y al movimiento e interacción de las personas. Esta persistencia hace más probable que se produzcan daños estructurales indeseados, más allá de los cambios estructurales que empezamos a percibir que se producirán como consecuencia de esta crisis. Como evidente es también el enorme grado de heterogeneidad en sus efectos, tanto por áreas geográficas como por sectores y empresas, y por grupos poblacionales, siendo la economía española una de las más afectadas hasta el momento.

Pero quizá la característica más relevante, desde el punto de vista económico, es el enorme grado de incertidumbre que se mantiene sobre la propia evolución de la pandemia y, por supuesto, sobre sus efectos económicos, tanto coyunturales como estructurales. Un grado de incertidumbre que seguirá dificultando la toma de decisiones de consumo y de inversión y que, por tanto, seguirá afectando negativamente a la actividad económica y al empleo.

El principal mensaje que querría transmitir es que, ante un entorno tan complejo e incierto como el actual, la principal contribución de la política económica debe consistir en proporcionar certidumbre a los agentes económicos. Y eso aplica tanto a la política

económica europea como a la nacional, en los ámbitos monetarios, financieros y fiscales. Lo cual exige apoyar la recuperación, sin duda, pero también facilitar la adaptación estructural de la economía, y, sobre todo, hacer frente desde ya, con decisión, los retos de largo plazo. Esa orientación de largo plazo debería proporcionar guía y estabilidad a los agentes económicos, lo que aumentaría, a su vez, la eficacia de las medidas de estímulo que son todavía necesarias en el corto plazo. La credibilidad de esa orientación de largo plazo exige alcanzar consensos amplios entre los diferentes agentes (políticos, económicos y sociales), asentados en un marco institucional y de gobernanza estable y sólido.

Adicionalmente, en el ámbito financiero, en el contexto de la crisis actual, el objetivo compartido debe centrarse en evitar que la crisis sanitaria y la económica se transforme en una crisis financiera. Todos sabemos de la dureza y la persistencia de las crisis que en el pasado contaron con un componente financiero relevante.

En este contexto, me gustaría centrar mi intervención de hoy en analizar los principales riesgos que esta crisis está generando para la estabilidad financiera, así como en las medidas de política económica que, en mi opinión, han sido y serán necesarias para mitigarlos.

1 Los riesgos para la estabilidad financiera

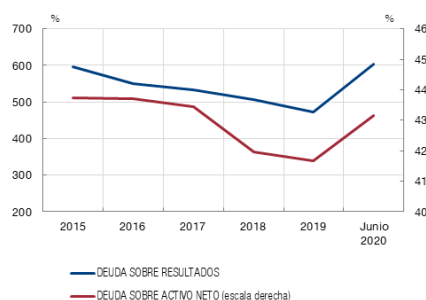
El impacto sin precedentes que la pandemia ha provocado en la actividad económica ha supuesto un aumento muy significativo de los riesgos para la estabilidad financiera global. La contundente respuesta de la política económica y el efecto de la profunda reforma financiera internacional implementada en la última década están ayudando a mitigar y a gestionar estos riesgos. De hecho, hasta el momento, el sistema financiero está actuando como factor mitigador -y no amplificador- del impacto de esta crisis. Pero esto no debe llevarnos a la complacencia, pues, como acabo de subrayar, la magnitud de la perturbación es muy elevada, y su duración, incierta.

A continuación, repasaré la evolución reciente de los principales riesgos en este ámbito a partir del análisis de los efectos de la crisis sobre los distintos agentes de la economía -empresas no financieras, hogares, sector financiero y Administraciones Públicas (AAPP)-.

EMPRESAS NO FINANCIERAS: EL CRECIMIENTO DEL ENDEUDAMIENTO Y LAS PEORES PERSPECTIVAS DE DEMANDA AUMENTAN SU VULNERABILIDAD, EN ESPECIAL EN LOS SECTORES MÁS AFECTADOS

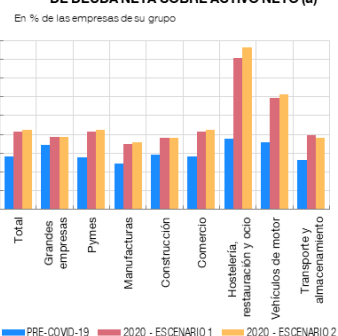
BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

RATIOS DE ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS. CBT (a) (b)



FUENTE: Banco de España
a. CBT: Encuesta trimestral de la Central de Balances.
b. Resultados: Resultado económico bruto + Ingresos financieros. Activo neto: activo neto de recursos ajenos sin coste financiero.

EMPRESAS VULNERABLES DE ACUERDO CON LA RATIO DE DEUDA NETA SOBRE ACTIVO NETO (a)



FUENTE: Banco de España
a. CBT: Encuesta trimestral de la Central de Balances.
b. Resultados: Resultado económico bruto + Ingresos financieros. Activo neto: activo neto de recursos ajenos sin coste financiero.

En el caso de las **empresas no financieras**, estas afrontaban la perturbación con una posición financiera más favorable que antes de la crisis financiera global. En concreto, habían reducido sustancialmente sus niveles de endeudamiento, que se situaban a finales de 2019 por debajo de la media europea, y contaban con colchones de liquidez más elevados. Además, la distribución sectorial de la actividad era más equilibrada que en la situación previa a la anterior crisis.

Sin embargo, la información correspondiente al primer semestre muestra que estas han visto reducida su rentabilidad de manera brusca. En concreto, la rentabilidad ordinaria media del activo (ROA) se redujo a la mitad, pasando de un 4 % a un 2 %, y aumentó el porcentaje de empresas con baja rentabilidad. El porcentaje de empresas con pérdidas se incrementó también en 11 puntos, hasta el 37 %.

Las simulaciones realizadas por el Banco de España apuntan a una fuerte contracción de la rentabilidad de las empresas en el conjunto de 2020, con más de la mitad de las empresas con expectativas de pérdidas en el conjunto del año y una evolución más desfavorable en las pymes, y especialmente en las compañías de las ramas de hostelería, restauración y ocio, vehículos de motor, comercio, y transporte y almacenamiento.

Por su parte, las simulaciones realizadas por el Banco de España sobre la evolución de la liquidez de las empresas permiten también anticipar que el porcentaje de empresas con necesidades de liquidez desde el segundo hasta el cuarto trimestre de este año aumentaría como resultado de la pandemia casi 10 puntos porcentuales (pp), hasta situarse en el 70 %.

La información sobre el crédito bancario evidencia que las empresas estarían recurriendo a esta fuente de financiación para cubrir una parte destacada de sus necesidades de liquidez. De hecho, el saldo del crédito de las sociedades no financieras con las entidades de crédito nacionales pasó de una contracción interanual del 1,1 % en febrero a una expansión interanual del 8,1 % en junio, si bien en julio y agosto este avance se moderó.

Uno de los factores más relevantes en el aumento del crédito de estos meses ha sido la activación progresiva de la línea de avales públicos a sociedades no financieras y a empresarios individuales gestionada por el Instituto de Crédito Oficial. Del total del crédito nuevo otorgado entre diciembre de 2019 y junio de 2020 a empresas no financieras, un 41 % correspondió a operaciones con aval, y este porcentaje fue superior al 60 % en las pymes y en las empresas que concentran su actividad en los sectores más afectados por la crisis. Igualmente, importante es el hecho de que las condiciones de concesión de estos créditos avalados hayan sido más favorables, en términos tanto de los tipos de interés aplicados como del período de vencimiento, lo cual ayudará también a reducir los riesgos de refinanciación futuros.

En paralelo, la ratio de endeudamiento agregada del sector en términos del PIB ha repuntado por primera vez desde 2010, hasta el 82 % en el segundo trimestre del año (el nivel más elevado desde 2017), como consecuencia tanto del incremento de la deuda como de la caída del PIB. Aunque la intensidad de estos repuntes se corregirá en cierta medida cuando se incorporen los datos del PIB de los próximos trimestres, las simulaciones realizadas por el Banco de España apuntan también a un deterioro de la situación patrimonial.

En efecto, el porcentaje de empresas con un nivel de deuda sobre activo elevado, aproximado por una ratio superior a 0,75, aumentará, de acuerdo con estas simulaciones, en 7 pp. Este porcentaje es, en todo caso, modesto en relación con la magnitud de la perturbación, entre otras cosas como consecuencia del intenso proceso de desapalancamiento previo a la crisis. Este incremento será, sin embargo, muy superior (en más de 20 pp en algunos casos) en las empresas de los sectores más afectados por la crisis.

En términos de la ratio de deuda sobre ingresos, el incremento será superior, debido a la caída del denominador. En concreto, el peso de las empresas con un nivel de deuda neta diez veces superior a sus ingresos, o con deuda neta positiva e ingresos negativos, aumentará en más de 15 pp, que podría alcanzar los 40 pp en los sectores más afectados por la crisis. Es cierto que esta ratio tiende a sobreestimar el deterioro patrimonial, dado que, obviamente, el nivel de ingresos de este ejercicio no puede tomarse como representativo de los ingresos futuros. Además, los bajos tipos de interés y la mayor duración de los préstamos otorgados durante la crisis actuarán también como factores mitigadores. Sin embargo, este conjunto de indicadores sirve para ilustrar los riesgos de solvencia de las empresas no financieras a los que nos enfrentamos.

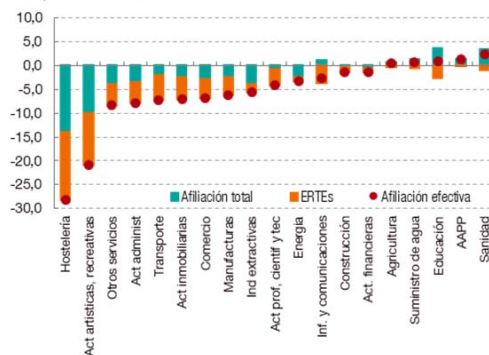
HOGARES: EL EFECTO SOBRE EL EMPLEO Y SU POSIBLE PERSISTENCIA ES LA PRINCIPAL FUENTE DE VULNERABILIDAD FINANCIERA DE ESTE SECTOR

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

Variación interanual de la afiliación efectiva y contribuciones de la afiliación total y los trabajadores en ERTES



Variación interanual de la afiliación efectiva y contribuciones de la afiliación total y los trabajadores en ERTES por ramas de actividad en septiembre de 2020



FUENTE: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones

En el caso de los **hogares**, tras la pasada crisis financiera global su situación patrimonial también mejoró de manera significativa, al tiempo que las condiciones de concesión de los préstamos hipotecarios han sido mucho más prudentes, si bien el crédito para consumo ha venido creciendo a tasas elevadas en los últimos años y persistían grupos de hogares en situación de vulnerabilidad.

No obstante, los ingresos de los hogares también han experimentado un recorte significativo en la actual crisis, debido a la disminución de las horas trabajadas y al aumento del desempleo. En concreto, la renta bruta disponible (RBD) de los hogares se redujo un 8,8 % en el primer semestre de 2020, en términos interanuales.

En paralelo, el crédito obtenido por las familias ha retrocedido durante los últimos meses como consecuencia de la caída de las nuevas operaciones de crédito. La reducción ha sido

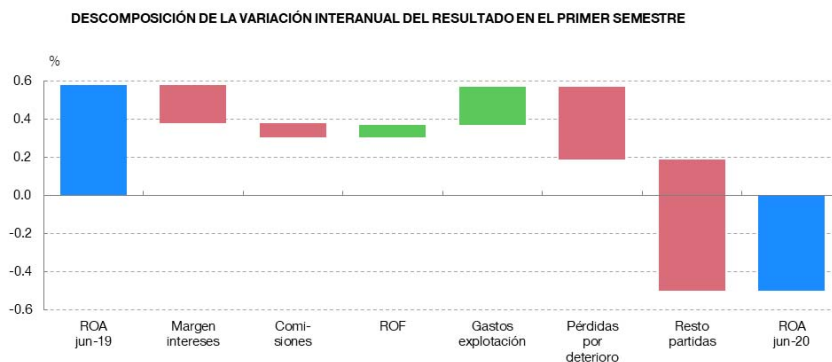
más acusada en el segmento del crédito para consumo, mientras que la nueva financiación destinada a la compra de vivienda disminuyó con menor intensidad. En conjunto, aunque las moratorias de los préstamos, que afectan al 7 % del saldo vivo del crédito a las familias, han frenado la caída del crédito a este sector al reducir el volumen de amortizaciones, su tasa de crecimiento interanual se redujo hasta el -0,9 % en agosto frente al avance del 0,3 % de febrero.

Esta evolución ha supuesto un aumento de la presión financiera soportada por los hogares. Así, para el conjunto del sector de hogares, la ratio de deuda sobre RBD se incrementó casi 4 pp en el primer semestre y alcanzó el 95 %. De nuevo, es de esperar que la intensidad de este aumento del endeudamiento se modere en alguna medida con los datos de RBD del tercer trimestre. Por su parte, el aumento del ahorro de los hogares no destinado al servicio de la deuda, consecuencia de la fuerte caída del consumo, parece haberse canalizado hacia los depósitos bancarios, que mostraron un avance interanual del 7,1 % en julio. No obstante, no se dispone de información actualizada de la distribución de este ahorro dentro del sector de hogares, por lo que es difícil valorar hasta qué punto este desarrollo ejerce un efecto mitigante sobre el mayor grado de presión financiera para determinados colectivos de hogares.

En este sentido, desde el punto de vista de la estabilidad financiera resulta muy relevante la heterogeneidad en la situación financiera de los hogares. Si se utiliza la Encuesta Financiera de las Familias del Banco de España, se encuentra que las industrias más golpeadas por la pandemia empleaban proporcionalmente a más jóvenes y mujeres que los demás sectores, y en mayor porcentaje a trabajadores con salarios bajos. Estos salarios más reducidos se verían parcialmente compensados por el hecho de que los empleados afectados convivían con otros miembros del hogar con rentas más elevadas. Por lo que se refiere a su patrimonio, un 28 % de los trabajadores de los sectores basados en una mayor interacción social vivían en 2017 en hogares cuyos activos financieros representaban menos de un mes de renta, y alrededor de un 8 % tenían deudas bancarias cuyos pagos excedían el 40 % de la renta bruta del hogar. Por tanto, la renta laboral y la situación patrimonial de los hogares de estos trabajadores eran en 2017 más frágiles que las de los ocupados en el resto de ramas de actividad.

SECTOR BANCARIO: IMPACTO NEGATIVO EN SU RENTABILIDAD EN EL CORTO Y MEDIO PLAZO. EFECTO SOBRE SOLVENCIA QUE DEPENDERÁ DE LA MAGNITUD Y PERSISTENCIA DE LA CRISIS

BANCODE ESPAÑA
Eurosistema



FUENTE: Banco de España

En conjunto, por tanto, la posición financiera del sector privado no financiero se ha deteriorado. Las consecuencias de este deterioro sobre los resultados de las **entidades crediticias** se manifestarán en su plenitud en los próximos trimestres. También es evidente que las mejoras experimentadas por el sector bancario español en la calidad de su balance y en sus niveles de solvencia en la última década lo han colocado en una mejor situación para absorber esta crisis y para seguir facilitando la financiación que la economía precisa. Y los riesgos para la estabilidad financiera del sector se han visto mitigados por las distintas medidas de política económica adoptadas.

En todo caso, las cuentas de resultados de los bancos se han visto ya negativamente afectadas. En concreto, en la primera mitad de 2020 el resultado neto consolidado del conjunto del sistema bancario español fue negativo por un importe de alrededor de 9.500 millones de euros, lo que supone un retroceso de casi 20.000 millones respecto a los beneficios registrados en junio de 2019, que se traduce en una ROA del $-0,5\%$ (1,1 pp menos que en junio de 2019) y una rentabilidad sobre patrimonio neto (ROE) del $-7,3\%$ (15 pp menos que un año antes).

Esta evolución negativa se debe (en particular, en el caso de las dos entidades de mayor tamaño) al deterioro de los fondos de comercio de sus filiales en el extranjero, lo que ilustra que, en el caso de una crisis global como la actual, la diversificación internacional del negocio de los bancos españoles será previsiblemente menos útil que en pasadas crisis para la contención y mitigación de sus efectos.

De hecho, el resultado neto para el conjunto del sistema bancario español habría sido positivo (0,14%) si no se tuviesen en cuenta este deterioro de los fondos de comercio y otros ajustes extraordinarios. En todo caso, el deterioro de la rentabilidad se debió también a la mayor dotación de provisiones en anticipación de futuros deterioros de activos, de manera que las pérdidas por deterioro se duplicaron en comparación con 2019, lo que explica que, para el resto de los bancos sin presencia internacional, la reducción de beneficios fuera, en promedio, del 60 %.

Con ello, la rentabilidad del sector se ha situado muy por debajo de la que exigen los inversores. Como resultado, la evolución de la ratio precio-valor contable (*Price-to-Book*) —que compara la capitalización bursátil de los bancos cotizados con su valor contable en libros— mostró en España, al igual que en el resto de los países europeos, una marcada contracción en marzo, al descender hasta niveles en el entorno de 0,4, aunque posteriormente se recuperó en cierta medida.

Como señalaba, un aspecto que hay que valorar de la evolución reciente es que buena parte del ajuste en los resultados se debe a la anticipación de provisiones por deterioro de crédito que aún no se ha materializado, pero que lo hará en los próximos trimestres, lo que permite distribuir adecuadamente en el tiempo esas dotaciones. En efecto, el deterioro de la actividad económica generado por la pandemia solo se ha trasladado moderadamente, de momento, a la evolución de los créditos dudosos, y se ha registrado un leve repunte en el segundo trimestre, que, dado el elevado crecimiento del crédito, ha permitido reducciones adicionales de la ratio de dudosos. Por su parte, los ingresos recurrentes ya han empezado a resentirse, pero, por el momento, también los gastos se han ajustado a la baja.

Por ahora, ese deterioro de la rentabilidad de las entidades no se ha traducido en una reducción de la solvencia de las entidades. De hecho, en el primer semestre del año esta ha aumentado ligeramente, lo que pone de manifiesto la relevancia de las medidas adoptadas por los responsables de la política económica en sus distintos ámbitos. En concreto, la recomendación de no repartir dividendos ha permitido que las entidades hayan añadido esos recursos a sus colchones de capital, el numerador de la ratio de solvencia. Además, los activos ponderados por riesgo -el denominador de la ratio de solvencia- se han reducido tanto por el uso del programa de avales como por los cambios rápidos introducidos en la normativa europea de capital a finales de junio, modificaciones conocidas como *Quick Fix*, a las que luego me referiré. Por su parte, las decisiones del BCE han permitido mantener unas condiciones de financiación de las entidades muy holgadas.

Sin embargo, no debemos ser complacientes con esta situación, ya que, como he dicho anteriormente, el deterioro previsible de los activos va a ocasionar, de acuerdo con nuestros análisis, un impacto significativo sobre la solvencia de las entidades. Además, este impacto afectará de forma diferente a unas y a otras, dependiendo tanto de su punto de partida como de su distinta exposición a los sectores más afectados por esta crisis.

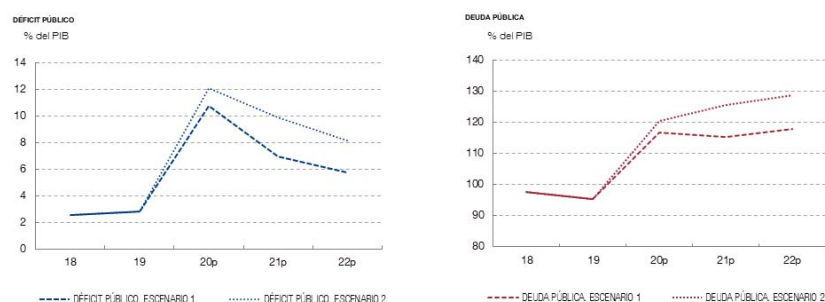
En este sentido, el BCE ha llevado a cabo recientemente un análisis de vulnerabilidad de las entidades bancarias bajo su supervisión, para contrastar, prospectivamente, la capacidad de resistencia de las entidades ante la perturbación que ha generado la pandemia. Los resultados de este ejercicio, que a continuación voy a referirles, no son cualitativamente muy distintos de los resultados provisionales obtenidos en el Banco de España en el ejercicio de prueba de resistencia FLESB, cuyos resultados definitivos se publicarán en nuestro *Informe de Estabilidad Financiera* de otoño.

Por una parte, en el escenario central que plantea el ejercicio de vulnerabilidad, que incorporaba los efectos más probables de la crisis en las variables macroeconómicas, con caídas acumuladas del PIB del área de euro en este año y en los dos próximos de alrededor del 1 %, la reducción de la solvencia del conjunto de las entidades europeas se estimaba en 2 pp, hasta situarse en un 12,6 % en promedio, por encima de los requerimientos prudenciales establecidos. Aunque existe heterogeneidad entre entidades, estos resultados ponen de manifiesto, por un lado, que los bancos han afrontado esta crisis con mayores márgenes de seguridad, en parte como consecuencia de los cambios regulatorios introducidos tras la crisis financiera internacional. Por otro lado, los resultados también muestran la eficacia de las medidas que se han implementado hasta la fecha para mitigar el impacto de la crisis, entre las que destacan, en este ámbito, los programas de avales, las medidas de financiación extraordinarias del BCE y la recomendación a las entidades de no repartir dividendos, reforzando así su capacidad de resistencia.

En el escenario más severo, en el que el PIB del área del euro acumula una caída hasta 2022 del 6 %, la reducción de la ratio de solvencia es mucho mayor (de 5,8 pp), lo que dejaría el CET1 medio en el 8,8 % de los activos ponderados por riesgo. Además, en este escenario un porcentaje significativo de bancos se quedaría por debajo de los requerimientos prudenciales mínimos. Como saben, la probabilidad de que ocurra este escenario es baja, pero no desdeñable, por lo que, de materializarse, sería necesario adoptar medidas adicionales a las ya implementadas. Luego volveré sobre esta cuestión.

LA CRISIS GENERARÁ UN AUMENTO SIGNIFICATIVO DEL DÉFICIT Y DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

PREVISIONES DEL BANCO DE ESPAÑA (a)



FUENTE: Intervención General de la Administración del Estado y Banco de España.

(a) Escenarios macroeconómicos de las proyecciones del Banco de España publicadas en septiembre de 2020. El escenario 1 contempla la aparición de nuevos brotes que, sin embargo, requerirán solamente de medidas de contención de ámbito limitado desde el punto de vista tanto geográfico como de las ramas afectadas. Por su parte, el escenario 2 contempla una mayor intensidad de los nuevos brotes de la pandemia que, sin embargo, no llegarán a precisar de la aplicación de medidas de contención tan estrictas y generalizadas como las que estuvieron en vigor antes del inicio de la desescalada.

Por otra parte, la evolución más reciente de las finanzas públicas en España refleja el impacto de la pandemia y de las medidas adoptadas para contenerla, lo que se ha traducido en un incremento significativo del **déficit y del endeudamiento públicos**, así como de las obligaciones contingentes asumidas por las distintas administraciones. En concreto, la deuda de las AAPP se elevó en junio hasta el 110 % del PIB (14,6 pp más que en diciembre de 2019).

Por su parte, las proyecciones macroeconómicas del Banco de España anticipan un deterioro muy marcado del saldo de las AAPP para el conjunto de 2020 y una corrección parcial en los dos años siguientes. En concreto, la ratio de deuda experimentaría este año un crecimiento de más de 20 pp en el escenario 1 y de unos 25 pp en el escenario 2, hasta situarse, respectivamente, en el 116,8 % y en el 120,6 % del PIB.

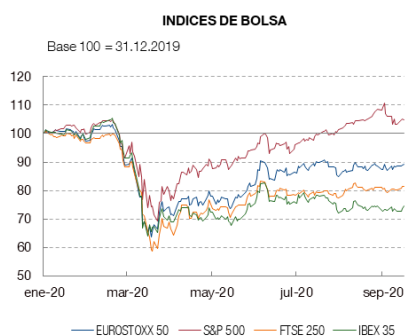
El elevado endeudamiento público también supone una vulnerabilidad de cara al futuro. En el corto plazo, este riesgo se ha visto mitigado, en primer lugar, por la actuación del BCE, que ha impedido la fragmentación de los mercados de deuda soberana en el área del euro, y, en segundo lugar, por la respuesta europea, al poner en marcha mecanismos para afrontar de forma conjunta los costes de la pandemia. Sin embargo, el mantenimiento en el tiempo de un nivel de endeudamiento público tan elevado expondría a la economía española a una situación de vulnerabilidad crónica ante cambios en el sentimiento inversor de los mercados financieros.

Por su parte, la **posición deudora neta frente al exterior** de la economía española y el endeudamiento externo se han elevado, en términos de PIB, como consecuencia de los efectos de valoración y de la caída del producto. En concreto, en el segundo trimestre de 2020 la posición de inversión internacional deudora neta se situó en el 77,4 % del PIB, 6,5 pp más que en el trimestre previo, condicionada por la fuerte contracción del producto. La deuda externa bruta de la nación se elevó en 56.800 millones en el segundo trimestre de 2020, debido únicamente a los efectos de valoración, hasta el 188,1 % del PIB, su máximo histórico. La elevada posición deudora de la economía española sigue constituyendo también un elemento de vulnerabilidad, especialmente en el contexto actual de elevada incertidumbre sobre la evolución económica futura.

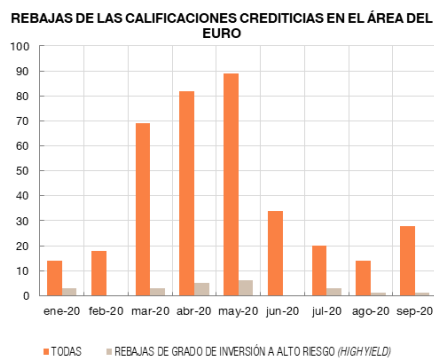
Permítanme que finalice este repaso a la evolución reciente de los riesgos para la estabilidad financiera haciendo una breve referencia al comportamiento más reciente de los **mercados financieros** y, en concreto, a su relación con el deterioro de la calidad crediticia de las empresas no financieras que he mencionado con anterioridad.

CIERTA DESCONEXIÓN ENTRE LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y LA EVOLUCIÓN MACRO Y POSIBLES RIESGOS DERIVADOS DE REBAJAS MASIVAS DE LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EN PARTICULAR DE EMPRESAS BBB

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



FUENTE: Thomson Reuters y Datastream



FUENTE: Thomson Reuters.

Es evidente que esta crisis también está ocasionando un fuerte impacto en la valoración de muchos activos financieros, así como en su volatilidad. En un primer momento, las bolsas experimentaron un fuerte ajuste y las volatilidades de la renta variable y fija mostraron un acusado aumento. Con posterioridad, tras la reacción de las políticas monetarias y fiscales globales, las bolsas comenzaron a recuperarse, y las volatilidades, a descender. De hecho, tanto en Estados Unidos como en el área del euro algunos indicadores de valoración de los mercados, como la ratio de precios de las acciones sobre beneficios, han vuelto a alcanzar máximos históricos, lo que podría sugerir una cierta desconexión entre la rápida y significativa recuperación reciente de los mercados financieros y la evolución más moderada observada en los datos macroeconómicos y las preocupaciones sobre la debilidad del sector corporativo.

En este sentido, si bien se ha producido en los meses recientes una desaceleración en el ritmo de rebajas en las calificaciones crediticias, tras el fuerte incremento experimentado entre marzo y mayo, los diferenciales corporativos de deuda calificada como especulativa o *high yield* (esto es, *rating* externo inferior a BBB) vieron en junio interrumpida su mejoría tanto en Europa como en Estados Unidos, impidiendo así que alcanzasen de nuevo los niveles previos a la crisis, a diferencia de la deuda corporativa con grado de inversión (*rating* externo BBB o superior).

Este deterioro de la calidad crediticia empresarial es un factor adicional de vulnerabilidad para la estabilidad financiera. Las experiencias del pasado muestran que las rebajas generalizadas de *ratings* del sector corporativo pueden generar efectos secundarios adversos que retroalimenten las crisis. Un análisis reciente de la Junta Europea de Riesgo Sistémico ilustra la importancia de esta vulnerabilidad. En concreto, se estima que son los fondos de inversión y las aseguradoras los que aglutinan la mayor parte de las tenencias de deuda corporativa BBB, un tercio de la cual está asociada a sectores considerados

como sensibles ante el Covid-19. Una rebaja masiva de los *ratings* de estas empresas que les hiciera perder la condición de grado de inversión implicaría unas importantes pérdidas potenciales para el conjunto del sistema financiero de la Unión Europea (UE).

El papel que desempeñan las agencias de calificación en este proceso es fundamental. Por ello, estas entidades deben tener en cuenta en sus valoraciones las perspectivas de largo plazo de las empresas y evitar comportamientos excesivamente procíclicos. De hecho, en esta ocasión las agencias de calificación se han mostrado aparentemente más cautelosas que en la crisis financiera global y, hasta la fecha, no se han producido fenómenos comparables a los del pasado. En todo caso, los resultados de este ejercicio sirven para mostrar la relevancia sistémica de esta vulnerabilidad y la necesidad de estar preparados para dar una respuesta suficiente y coordinada a escala internacional, dependiendo de cómo evolucione la pandemia globalmente.

2 La reacción de la política económica

LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS HAN REACCIONADO CON RAPIDEZ Y CONTUNDENCIA PARA ABORDAR ESTOS RIESGOS

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

1. Política monetaria:

- Financiación a los bancos en condiciones muy favorables para fomentar la concesión de préstamos bancarios.
- Aumento del volumen de compras de activos con el objetivo de relajar las condiciones financieras en los mercados de renta fija y de evitar su fragmentación.

2. Política fiscal:

- Moratorias de impuestos.
- Programa de regulación temporal de empleo con condiciones ventajosas.
- Programa de avales públicos a los préstamos
- Fondo de reconstrucción europeo.

3. Políticas financieras:

- Retraso en el calendario de implementación de Basilea III.
- Uso de la flexibilidad de las normas contables.
- Liberación de colchones macroprudenciales y anuncio de plazos dilatados para su reconstrucción
- Ajuste Rápido (Quick Fix) y flexibilización de la regulación de capital y liquidez.
- Recomendación de eliminación temporal de pago de dividendos y de prudencia en la retribución variable.

Permítanme que concentre el resto de mi intervención en analizar la respuesta de la política económica durante esta crisis, y en cómo esta respuesta debe adecuarse ahora a los desarrollos más recientes relacionados con la pandemia y sus efectos económicos.

En el ámbito de la **política monetaria**, han pasado ya casi siete meses desde que el BCE comenzara a desplegar un amplio paquete de medidas con el objetivo de mitigar el impacto de la pandemia en la economía del área del euro. En concreto, el BCE ha adoptado una serie de medidas que pueden agruparse en dos grandes bloques. En primer lugar, las orientadas a favorecer la provisión de crédito bancario a la economía real. En concreto, el BCE aprobó una batería de medidas de provisión de liquidez a los bancos, con el fin de que estos, a su vez, preservaran el acceso al crédito de familias y empresas. En segundo lugar, el BCE aprobó un segundo bloque de medidas, relativas a los programas de compra de activos. En concreto, anunciamos en marzo el lanzamiento de un nuevo programa de compra de activos financieros (PEPP, por sus siglas en inglés), con un volumen inicial de compras para todo 2020 de 750.000 millones de euros, que se extendió en junio tanto en plazo (hasta al menos junio de 2021) como en volumen (con 600.000 millones de euros

adicionales, alcanzando así los 1,35 billones de euros). Además, el programa otorga al BCE la flexibilidad necesaria para poder concentrar sus compras en determinados momentos del tiempo o en los bonos públicos emitidos por ciertas jurisdicciones, con el fin de evitar la fragmentación en la transmisión de la política monetaria.

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

Esta caída en el coste de la deuda soberana ha ampliado el margen de actuación de las autoridades fiscales de todos los países del área, lo cual les ha permitido desplegar actuaciones sin precedentes de sostenimiento de rentas de hogares y empresas. Y esto es particularmente importante porque, como he dicho en distintas ocasiones, la **política presupuestaria** es la principal vía de defensa que, desde el punto de vista de la política económica, tenemos para la lucha contra las consecuencias del Covid-19.

Este instrumento ha sido usado con decisión desde el desencadenamiento de la crisis, en España y en otros países. Por un lado, se ha recurrido a ampliar la dotación presupuestaria en el ámbito sanitario para hacer frente a la pandemia. Por otro, desde el inicio del período de hibernación inducida de la economía se han desplegado distintas actuaciones encaminadas a suplir la pérdida de rentas laborales y de ingresos empresariales. Cabe destacar, en concreto, los programas de ajuste temporal del empleo y los de concesión de garantías públicas a la financiación otorgada por las entidades crediticias a las empresas, a los que me he referido con anterioridad. Como ustedes bien saben, estas actuaciones tienen como objetivo facilitar el mantenimiento de las relaciones laborales una vez retiradas las medidas que restringen la actividad y la movilidad personal, y favorecer la viabilidad de las sociedades no financieras que, aun siendo solventes, han visto que su posición de liquidez se ha deteriorado como consecuencia de la crisis.

Se trata de una respuesta de la **política fiscal** que no ha sido, en esta ocasión, exclusivamente nacional, sino también **europea**, con la aprobación, en particular, del fondo de reconstrucción europeo. Esta acción europea es particularmente relevante en el contexto de la Unión Monetaria, dado el nivel de integración entre todas las economías del área, que hace que la acción conjunta sea mucho más eficaz para luchar contra los efectos de la crisis. La aprobación del fondo de reconstrucción ha permitido, al menos temporalmente, suplir la ausencia de un instrumento de estabilización macroeconómica común europeo.

La tercera dimensión de la acción durante la crisis es la realizada por las distintas **autoridades con competencias financieras prudenciales**, que han adoptado también numerosas decisiones con el principal objetivo de que el sistema financiero contribuya a la superación de esta crisis. En primer lugar, se han adaptado los procesos supervisores para liberar recursos operativos de las entidades. En este sentido, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea ha decidido retrasar un año la implementación de Basilea III. En segundo lugar, se han clarificado aspectos de la normativa contable vigente para el cálculo del riesgo de crédito, con el objetivo de impedir una prociclicidad excesiva. Las autoridades también han procedido a liberar la mayor parte de los colchones de capital

macroprudenciales que habían constituido, en muchos casos en respuesta al desarrollo de riesgo sistémico en sus economías. También se ha anunciado que las entidades contarán con un tiempo dilatado para la posterior reconstrucción de estos en caso de que sean utilizados. Las autoridades financieras han recomendado a las entidades la eliminación temporal del reparto de dividendos y la aplicación de criterios prudentes en la retribución variable a los empleados, con el objetivo de canalizar los recursos que generen las entidades hacia el refuerzo de sus posiciones de capital. Finalmente, se ha llevado a cabo una reforma de la regulación de requerimientos de capital denominada “ajuste rápido” (*Quick Fix*), que incluye medidas permanentes, como la adaptación del factor de apoyo a pymes en el cálculo de activos ponderados por riesgo, y también transitorias, como la aplicación de un filtro prudencial sobre las variaciones de valor de instrumentos de deuda soberana. De esta forma, se ha mejorado la capacidad de absorción de este *shock* por las entidades, a la vez que se favorece la financiación a las empresas e inversiones que potencialmente pueden verse más afectadas.

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

3 Una política económica para gestionar los retos actuales y futuros

RESPUESTA ÓPTIMA DE POLÍTICA ECONÓMICA EN UN CONTEXTO DE RECURSOS PÚBLICOS CRECIENTEMENTE ESCASOS

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

1. **Mantenimiento e incluso ampliación, si fuera necesario, de las medidas de apoyo:**
 - Política presupuestaria de sostenimiento de rentas de hogares y empresas.
2. **Medidas ahora más focalizadas en los sectores y grupos poblacionales más afectados**
3. **Identificación temprana de los cambios estructurales:**
 - Facilitar la adaptación del tejido productivo y de los trabajadores a las nuevas realidades y la reasignación eficiente de los recursos entre sectores y empresas.
4. **Modificación de los instrumentos de apoyo empresarial para evitar un endeudamiento empresarial mayor**
 - Modificar la regulación de reestructuración de deudas e insolvencia empresarial
5. **Definición urgente de una ambiciosa agenda de reformas estructurales**
6. **Fondos europeos: se debe garantizar que se destinan a proyectos y reformas estructurales que mejoren el crecimiento potencial de la economía**
 - Debe ser el embrión de la creación de un mecanismo permanente de estabilización común europeo.
7. **Diseño de una estrategia creíble de reducción gradual y sostenida de los desequilibrios fiscales para su aplicación a partir del momento en que la recuperación sea firme**

El contexto macroeconómico actual, como decía al principio de esta intervención, se caracteriza por una recuperación parcial, heterogénea, frágil e incierta, en la que se está poniendo de manifiesto una persistencia de la crisis superior a la inicialmente anticipada.

En paralelo, se están percibiendo ya algunos daños estructurales, entre los que destacan el incremento del endeudamiento del sector público y privado, una cierta destrucción de tejido productivo –como muestra el hecho de que el número de empresas en situación de alta en la Seguridad Social se ha reducido muy sensiblemente desde el inicio de la crisis, con una disminución de casi 84.000 empresas entre finales de febrero y finales de septiembre (-6,1 %, en tasa interanual)-, la pérdida de empleo efectivo y el riesgo de que la persistencia de la crisis lo convierta en desempleo de larga duración, y, finalmente, el incremento de la desigualdad derivado de que la recesión está afectando en mayor medida a trabajadores con salarios bajos y situación patrimonial más frágil.

Asimismo, existen ya indicios de que la pandemia está generando algunos cambios estructurales en los patrones de consumo y actividad, como los derivados del aumento del teletrabajo y, con carácter general, la intensificación del uso de las nuevas tecnologías en múltiples ámbitos. En el mismo sentido, esta crisis ha puesto de manifiesto ya algunas vulnerabilidades asociadas, por ejemplo, al proceso de fragmentación global de la producción, que pueden generar cambios significativos en las relaciones comerciales entre países en los próximos años.

En este contexto, la cuestión relevante es cuál debe ser la respuesta óptima de política económica, en particular en un contexto de recursos públicos crecientemente escasos. Esa respuesta pasa por una combinación de medidas de corto plazo con una estrategia de largo plazo, que proporcione certidumbre y permita afrontar con urgencia los retos estructurales ya existentes antes de la pandemia, así como aquellos generados por la misma. Esta estrategia es, además, relevante en todos los ámbitos monetarios, financieros y fiscales y aplica tanto a la política europea como a la nacional.

En primer lugar, parece adecuado **mantener -e incluso ampliar, si fuera necesario- las medidas de apoyo**. Su retirada prematura causaría unos perjuicios que exceden los posibles costes de mantenerlas hasta que la recuperación dé muestras de suficiente solidez. Esto afecta tanto a la política presupuestaria de sostenimiento de rentas de hogares y empresas como a la financiera y monetaria.

En segundo lugar, en el ámbito de la política fiscal, **las medidas deben ser ahora mucho más focalizadas** a los sectores y grupos poblacionales más afectados. Este es el caso, por ejemplo, del reciente pacto entre el Gobierno y los agentes sociales para la renovación de los ERTE hasta el 31 de enero de 2021.

En tercer lugar, **la identificación temprana de los cambios estructurales resulta crucial**. La política económica no puede sostener indefinidamente a un sector que estructuralmente va a reducir su nivel de actividad. Ante estos cambios estructurales, la política económica debe ir dirigida a facilitar y apoyar la adaptación del tejido productivo y de los trabajadores a las nuevas realidades, y la reasignación eficiente de los recursos entre sectores y empresas. Esto implica que, en el caso de las empresas con modelos de negocio no viables, debería facilitarse su salida ordenada del mercado, mientras que, en el caso de aquellas que se enfrentan a reducciones estructurales de su demanda, debería también asegurarse el correcto funcionamiento de los diferentes mecanismos de flexibilidad de los que las empresas disponen en el actual marco laboral. Y, por supuesto, hay que poner el énfasis

en las políticas de formación de los trabajadores para facilitar la recolocación de estos en los sectores de futuro.

En cuarto lugar, **se hace necesario afrontar los daños estructurales generados por la pandemia**. En el caso, por ejemplo, del incremento del endeudamiento empresarial, tendría sentido modificar los instrumentos de apoyo a las empresas, de forma que estos no impliquen un aumento de las obligaciones financieras. Las ayudas directas o las inyecciones temporales de capital pueden resultar instrumentos más eficaces ahora para las empresas viables. Y, en paralelo, para estas empresas viables que se enfrentan a dificultades para hacer frente a sus obligaciones financieras, debería facilitarse un funcionamiento más ágil de los procedimientos de reestructuración de las deudas. Para conseguir estos objetivos, sería deseable que se introdujeran mejoras en el funcionamiento de los procedimientos judiciales y extrajudiciales de insolvencias que redunden en una mayor eficiencia y agilidad.

En quinto lugar, **se hace necesaria la definición, de manera urgente, de una agenda ambiciosa de reformas estructurales**, dirigida a aumentar el crecimiento potencial de la economía, que ya era reducido antes de esta crisis. La tipología de los retos de nuestra economía es muy amplia y exige abordar la baja dinámica de la productividad, la dualidad del mercado de trabajo, el elevado desempleo, el envejecimiento poblacional, la desigualdad, la lucha contra el cambio climático, los cambios en el modelo de globalización y la aceleración de la digitalización de la economía.

En sexto lugar, **debe garantizarse que el uso de los fondos europeos se destina a proyectos y reformas estructurales con capacidad de mejorar el crecimiento potencial de nuestra economía. Y la acción europea debe ir dirigida también a cubrir las lagunas institucionales existentes** (en particular, la creación de un mecanismo de estabilización macroeconómica común de carácter permanente, la profundización en la Unión del Mercado de Capitales y, como luego subrayaré, la finalización del proceso de Unión Bancaria).

En séptimo lugar, **se hace necesario diseñar una estrategia creíble de reducción gradual, pero sostenida, de los desequilibrios fiscales**, para su implementación una vez que se haya superado la pandemia y la recuperación económica esté sólidamente asentada. Esta estrategia resulta particularmente relevante y adecuada para un país, como España, que ha afrontado esta crisis desde una posición de sus finanzas públicas más vulnerable que la de otras economías de nuestro entorno.

Esta estrategia comportaría beneficios importantes a través del incremento del crecimiento potencial de la economía generado por las reformas y de la mejora en la credibilidad sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio plazo, lo que ampliaría, a su vez, el margen fiscal existente y potenciaría los efectos expansivos de las actuaciones fiscales actuales. En suma, con el fin de dotarnos del espacio fiscal necesario para poder incrementar las medidas de apoyo a la economía en caso de que la evolución de la pandemia así lo requiriese, se necesitaría ejecutar con decisión la agenda de reformas, planear el proceso de consolidación fiscal y reformar los instrumentos de apoyo para hacerlos más flexibles y focalizados.

- **Respuesta a escala europea para evitar un componente financiero en la crisis**
 - Completar la Unión Bancaria (Fondo de Garantía de Depósitos Europeo común); homogeneización regímenes de liquidación, adaptación de la Resolución a crisis sistémicas, desarrollo de Unión de Mercado de Capitales, etc.
- **Entidades de crédito**
 - Reconocimiento adecuado del deterioro efectivo de la calidad de las exposiciones crediticias.
 - Políticas de distribución de dividendos y de remuneraciones muy prudentes.
 - Mejora de la eficiencia
- **Respuesta a escala internacional**
 - Mantener el ancla que supone la regulación financiera aprobada en la última década. Transposición plena, consistente y a tiempo por todas las jurisdicciones de la normativa de Basilea III.
- **Política monetaria**
 - Mantenimiento de un estímulo monetario significativo hasta que la recuperación sea sólida, e incluso aumento del estímulo, si fuera necesario
 - Mantenimiento en la flexibilidad en la ejecución en los programas de compra de activos
 - Revisión de la estrategia de política monetaria

En el ámbito financiero, como decía, **el objetivo debe ser que, en ningún caso, la crisis sanitaria que se ha transformado en crisis económica acabe generando una crisis financiera**. En este sentido, al igual que ya ocurre en el ámbito monetario y de forma incipiente en el fiscal, **en el contexto bancario la respuesta ante la posible materialización de estos riesgos solo puede ser europea**, dado el compromiso con la Unión Bancaria.

En todo caso, a escala europea, la respuesta ante el escenario actual debe incluir la culminación de la Unión Bancaria, con la aprobación de un fondo de garantía de depósitos europeo plenamente mutualizado, dado que supondría una contribución decisiva para garantizar la estabilidad financiera en el área del euro. Además, resulta prioritario analizar la adecuación de la normativa de resolución europea ante una hipotética crisis sistémica o el posible papel de las compañías de gestión de activos en condiciones de grave deterioro de los balances de las instituciones financieras europeas. Los Estados miembros de la UE deberían también avanzar rápidamente para alcanzar un acuerdo que permita crear un procedimiento común europeo para la liquidación administrativa de las entidades de crédito. En España, la experiencia reciente demuestra la poca eficiencia, en términos de plazos y de valor recuperado, del actual procedimiento concursal para entidades de crédito.

Desde el punto de vista de las entidades, en caso de una prolongación de la crisis, estas deben, en primer lugar, garantizar un reconocimiento adecuado y a tiempo del deterioro efectivo de la calidad de las exposiciones crediticias a través del cumplimiento de las guías supervisoras. Además, sus políticas de distribución de dividendos y de remuneraciones deberán seguir siendo muy prudentes hasta que no se disipe la incertidumbre actual y se consolide una recuperación económica sólida. Asimismo, las entidades deben profundizar en la mejora de su eficiencia y en la realización de las inversiones necesarias en digitalización y explotación de la información, a la vez que expanden actividades más rentables manteniendo un estricto control sobre los riesgos asumidos. Esto es particularmente importante en un contexto en el que se prevé un entorno de tipos de interés bajos durante un período muy prolongado y teniendo en cuenta que la crisis actual puede acentuar las ventajas de algunos competidores tecnológicos.

Los procesos de consolidación en el sector, para los que todavía existe margen, pueden favorecer el fortalecimiento de las entidades y del sistema en su conjunto. Pero deben analizarse caso por caso y ejecutarse adecuadamente, de manera que se concreten las ganancias de sinergias potenciales. Nuestro papel como supervisores bancarios es analizar la viabilidad y vigilar la ejecución de los proyectos de fusión que se nos presenten, desde el punto de vista de la viabilidad del negocio y, por tanto, de la solvencia de la entidad resultante, así como de la estabilidad financiera en su conjunto.

Por último, a escala internacional, debe mantenerse el ancla proporcionada por la regulación financiera aprobada en la última década. En particular, como recientemente se ha acordado en el seno del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, todas las jurisdicciones deberán realizar una transposición plena, consistente y a tiempo, en el nuevo calendario de la normativa de Basilea III.

En relación con la política monetaria, la fragilidad y la heterogeneidad de la recuperación del área del euro, una inflación prevista a medio plazo que se encuentra muy por debajo de nuestro objetivo y una evolución del tipo de cambio efectivo nominal que en los últimos meses ha contrarrestado una buena parte de nuestro estímulo permiten concluir que no cabe margen para la complacencia. **Deberemos mantener un estímulo monetario significativo hasta que logremos que la recuperación sea sólida. Además, no es descartable que sea necesario recalibrar las medidas anteriores, o introducir otras nuevas si fuera necesario**, para cumplir con nuestro mandato de estabilidad de precios, entendido siempre de una forma simétrica. En este sentido, debemos dejar claro que una inflación del 1,3%, como la prevista por el BCE en el horizonte de 2022, no es compatible con el mandato de inflación del BCE. Asimismo, resulta crucial mantener la flexibilidad en la ejecución de nuestros programas de compra de activos para evitar que aparezcan problemas de fragmentación financiera.

Más allá de la reacción de corto plazo, en el BCE hemos iniciado una revisión de nuestra estrategia de política monetaria con el fin de afrontar los retos a los que nos enfrentamos; en concreto, los derivados del entorno de baja inflación, la reducción del margen de los instrumentos convencionales y el papel estructural de los instrumentos no convencionales. Dado que es un proceso en curso, no puedo anticipar cuáles serán sus conclusiones, pero sí puedo adelantar que es un proceso abierto. Tanto el BCE como los bancos centrales nacionales del Eurosistema estamos realizando una gran cantidad de análisis y recabando la opinión de la sociedad civil, los economistas académicos y otros colectivos profesionales y sociales.

También puedo anticipar que uno de los aspectos clave de esta revisión será el relativo a la definición de estabilidad de precios. El objetivo de inflación actual, consistente en una tasa inferior -pero cercana- al 2 %, es susceptible de ser reformulado. Por un lado, puede ser necesario clarificar el nivel concreto de inflación que se pretende alcanzar, para facilitar su comprensión por los agentes económicos. Por otro, en línea con mis comentarios anteriores, cabría la posibilidad de dotar a dicho objetivo de una naturaleza más simétrica, que deje claro que el grado de tolerancia hacia desviaciones de la inflación por encima del objetivo será el mismo que cuando tales desviaciones se produzcan por debajo. Asimismo, en el contexto actual de baja inflación y tipos de interés cercanos a su cota inferior, el objetivo de inflación habrá de tener en cuenta la necesidad de permitir un colchón

suficientemente alto por encima de cero, que dé más margen de maniobra a la política convencional de tipos de interés.

En definitiva, **el objetivo último de esta revisión de la estrategia de política monetaria debe ser reforzar la efectividad de la política monetaria en el área del euro y su capacidad para lograr sus objetivos en el entorno macroeconómico de la próxima década.**

4 Conclusión

Para concluir mi intervención de hoy, me gustaría subrayar lo que, desde mi punto de vista, debe ser la principal contribución de la política económica ante un entorno tan complejo como el que estamos viviendo. Esta contribución debe consistir en proporcionar certidumbre a los agentes económicos, apoyando sí la recuperación, pero también facilitando la adaptación estructural de la economía y adoptando una visión de largo plazo.

En el caso de nuestro país, este objetivo exige, más allá de medidas de corto plazo, la aplicación urgente de las reformas estructurales necesarias que incrementen el crecimiento potencial de nuestra economía y el diseño temprano de un programa de consolidación fiscal, para su aplicación gradual a partir del momento en el que la recuperación sea sólida, que asegure la sostenibilidad de las finanzas públicas. Que esta estrategia sea creíble y proporcione verdaderamente certidumbre exige también un consenso entre los diferentes agentes (políticos, económicos y sociales) que garantice la eficacia de las acciones necesarias y su perdurabilidad en el tiempo.

Muchas gracias por su atención.