
11.02.2021

**Evolución económica y financiera de España durante la crisis del
COVID-19***

European Economics and Financial Centre (Londres)

Óscar Arce

Director general de Economía, Estadística e Investigación

*Traducción al español del original en inglés

En primer lugar, quisiera dar las gracias a los organizadores por haberme brindado la oportunidad de dirigirme a este foro virtual tan distinguido. En la intervención de hoy, profundizaré primero en el impacto de la crisis sanitaria en la economía española y comentaré brevemente las perspectivas macroeconómicas. Después, repasaré las respuestas de política económica adoptadas para limitar el impacto de la crisis. Por último, detallaré lo que considero que son los retos en materia de política económica más apremiantes para la economía española.

El impacto de la crisis sanitaria en la economía española

No creo que tenga que convencerles de lo mucho que han cambiado las dinámicas económicas en todo el mundo desde principios de 2020 como consecuencia de la propagación de la pandemia de COVID-19. El impacto de la crisis sanitaria ha sido incluso más acusado en España, donde el PIB registró una caída del 11 % el año pasado, una de las más severas del grupo de economías avanzadas. Este descenso de la actividad no solo fue mayor, sino también mucho más pronunciado que en recesiones anteriores.

Esta vez, la caída se concentró en la primera mitad del año, con contracciones históricas del 5,3 % y del 17,9 %, en términos intertrimestrales, en el primer y en el segundo trimestre, respectivamente. Al igual que en otros países, esta evolución fue el resultado de la adopción de medidas de contención extraordinarias, que alteraron muchas actividades productivas y limitaron la movilidad. Con todo, si bien se aplicaron medidas de naturaleza similar, en España su severidad fue comparativamente mayor, lo que contribuye a explicar que la contracción del PIB durante la primera mitad del año pasado fuese más profunda que en otros países.

Desde finales de la primavera, la relajación progresiva de las medidas de confinamiento permitió que la actividad económica se recuperase. Como resultado, el PIB repuntó de forma significativa en el tercer trimestre y creció un 16,4 % con respecto al trimestre anterior. Los nuevos brotes del virus que se produjeron en el tramo final del año se han traducido desde entonces en un endurecimiento adicional de las medidas de contención y, por tanto, en un cierto estancamiento de la actividad económica en el cuarto trimestre (crecimiento intertrimestral del 0,4 %). En consecuencia, el nivel de actividad al finalizar 2020 se situaba aún un 9,1 % por debajo del observado un año antes. Esta última cifra subraya la naturaleza incompleta de la recuperación reciente, una característica que comparten los demás países del área del euro, donde la diferencia con respecto al nivel del PIB previo a la crisis es, no obstante, más reducida (en la actualidad se estima que se sitúa en torno al 5,1 % en el agregado del área del euro). Aparte de ser incompleta, la recuperación también se caracteriza por su heterogeneidad en una serie de dimensiones. Esta característica es particularmente visible desde una perspectiva sectorial, dado que las restricciones han tenido un impacto mucho mayor en los servicios que requieren un mayor grado de interacción social.

La pandemia también ha afectado al mercado de trabajo de forma muy negativa, si bien el uso extendido de los programas de regulación temporal de empleo (los ERTE en España) ha mitigado significativamente el impacto de la crisis en las rentas de los trabajadores. Concretamente, a finales de enero de 2021, casi 739.000 trabajadores, o el 3,9 % del número total de empleados, se habían visto afectados por una suspensión total o parcial del empleo. Esta cifra sigue siendo considerablemente elevada, pero está muy por debajo

del máximo registrado en abril (con un promedio mensual de 3,5 millones de personas). El recurso a los ERTE ha ayudado a contener el aumento de la tasa de paro, pero, en el cuarto trimestre de 2020, el desempleo se situó en el 16,1 % de la población activa, es decir, un incremento de 2,3 pp con respecto a la cifra registrada a finales de 2019.

Sin embargo, estas cifras agregadas ocultan un impacto muy desigual del desempleo en los distintos sectores, como demuestran los datos sobre las afiliaciones «reales» a la Seguridad Social (es decir, después de tener en cuenta la incidencia de los ERTE). En el sector de la hostelería, las afiliaciones reales se redujeron un 38,1 % en enero en términos interanuales, mientras que en las manufacturas el descenso fue solo del 4,4 %. Por otro lado, en la agricultura y en la educación las afiliaciones reales se han mantenido estables, y en las actividades sanitarias incluso han aumentado en más del 4 %.

La crisis también ha afectado de forma desigual a los distintos estratos de trabajadores y hogares, dado que la proporción de trabajadores jóvenes y aquellos con salarios bajos es relativamente elevada en los sectores más perjudicados por la pandemia. En consecuencia, es probable que la desigualdad haya aumentado en España a raíz del COVID-19.

Las perspectivas económicas

Desde noviembre se han ido aprobando vacunas sucesivas, que ahora se están distribuyendo, lo que ha aumentado nuestras esperanzas de cara a la superación de la pandemia. Sin embargo, los nuevos brotes y la aparición de nuevas cepas del virus siguen enturbiando las perspectivas económicas, al menos a corto plazo. En estas condiciones, es improbable que se consolide una recuperación económica sólida hasta que se disponga finalmente de una solución médica efectiva y generalizada.

El escenario central de nuestras últimas proyecciones macroeconómicas de la economía española, publicadas el pasado diciembre, se basa en la expectativa de que la resolución progresiva de la crisis sanitaria, junto con el apoyo sustancial de las políticas monetaria y fiscal, debería permitir que la actividad repunte de forma significativa a partir de la segunda mitad del año. No obstante, la magnitud de esa recuperación dependerá de los daños estructurales que está causando la pandemia en la economía.

En nuestro escenario central, el PIB repuntaría a una tasa del 6,8 % en 2021, aunque los niveles de actividad anteriores a la crisis no se alcanzarían hasta mediados de 2023, alrededor de un año más tarde que en el área del euro en su conjunto. Son varias las razones que explican el impacto más duradero de la crisis en España. En primer lugar, la perturbación fue inicialmente mayor en este país, debido también al nivel más alto de contagios durante las fases iniciales de la pandemia. Un segundo factor es el peso comparativamente mayor que tienen en España los sectores en los que se espera que el efecto de la pandemia sea más persistente. Este es, sin duda alguna, el caso de los sectores de mayor interacción social, en particular, las actividades relacionadas con el turismo. De hecho, antes de la crisis, las exportaciones de turismo representaban casi el 6 % del PIB en España, frente a alrededor del 2,5 % en Francia y en Italia, por ejemplo, o el 1,8 % en el Reino Unido. En tercer lugar, las pequeñas y medianas empresas, que están menos preparadas para afrontar las consecuencias de la crisis, están sobrerrepresentadas en el tejido productivo español.

La respuesta de la política económica

La respuesta de las autoridades a la crisis, a escala tanto nacional como internacional, ha sido generalizada, firme y, en gran medida, coordinada, e incluyó medidas significativas en los ámbitos fiscal, monetario, laboral y financiero. Las medidas adoptadas han reducido la desaceleración de la actividad real y, por ahora, han evitado la materialización de riesgos sistémicos financieros.

En el área del euro, la política monetaria aplicada por el Banco Central Europeo ha sido fundamental para evitar los riesgos sistémicos a través de una gran variedad de medidas. Entre ellas se incluyen la provisión de financiación a las entidades de crédito en condiciones muy favorables, la relajación del marco de activos de garantía y un incremento considerable de las compras de activos mediante el programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP). Las medidas han estabilizado los mercados financieros en toda el área del euro, evitando la fragmentación financiera entre países, y han respaldado el flujo de préstamos bancarios que, en el área del euro, es tan relevante para la financiación de hogares, pymes y autónomos.

Asimismo, a nivel supranacional europeo, se han introducido diversos instrumentos para apoyar las medidas adoptadas por los gobiernos nacionales. A los Estados miembros se les ha permitido utilizar la cláusula de flexibilidad del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que, en la práctica, les permite desviarse temporalmente de las reglas fiscales vigentes. La Comisión Europea aprobó SURE, un programa de préstamos dirigidos a los Estados miembros que cubre el coste de los programas de regulación temporal de empleo. Sin embargo, el programa con la mayor dotación es el fondo de recuperación *Next Generation EU* (NGEU), que se ha creado no solo para afrontar las consecuencias de la crisis, sino también para acelerar la transición digital y ecológica de las economías de la UE. En todo caso, el impacto final del NGEU dependerá en gran medida de una serie de factores, entre ellos la capacidad de canalizar ese volumen tan elevado de fondos en un plazo de tiempo muy breve hacia proyectos que tengan un efecto significativo y persistente en el crecimiento económico.

La política fiscal nacional —la primera línea de defensa en esta crisis— ha actuado en varios frentes. Al igual que en otros países, las medidas dirigidas a mitigar el impacto de la crisis en el empleo, y en las rentas y en la liquidez de hogares y empresas, han sido una prioridad para las autoridades españolas. Entre esas medidas destacan dos: la implementación de los ERTE que he mencionado anteriormente y el establecimiento de avales públicos para préstamos bancarios a empresas, a los que me referiré más adelante.

En el contexto de la elevada incertidumbre a la que aún nos enfrentamos, las políticas económicas deberían mantener un tono fuertemente expansivo hasta que la recuperación se haya consolidado. Al mismo tiempo, es cada vez más necesario adaptar la respuesta de las políticas a la evolución de la crisis. A este respecto, comparto la opinión de que ahora es el momento de ir haciendo un mayor hincapié en las políticas encaminadas a fomentar el crecimiento a medio y a largo plazo.

En este sentido, en lo que respecta a las políticas de empleo, no cabe duda de que los programas de regulación temporal de empleo han permitido mantener un alto número de relaciones laborales durante esta crisis. No obstante, su idoneidad para salvaguardar el

empleo sostenible puede verse limitada a medida que la crisis se prolongue y sea necesaria una reestructuración a nivel de sector o empresa. En estas circunstancias, resulta crucial evitar que se pierdan las competencias de los trabajadores acogidos a programas de regulación temporal de empleo. Para ello, deberán ser considerados como grupo prioritario en el acceso a formación. También es necesaria una revisión integral del conjunto de políticas activas de empleo, con vistas a aumentar su eficacia y su eficiencia. Al mismo tiempo, debemos vigilar algunos elementos de las políticas actuales que podrían dificultar, a la larga, la necesidad de reasignar recursos que es probable que surja como resultado de la crisis. En este caso, preservar el grado adecuado de flexibilidad en la regulación del mercado de trabajo debería ser una prioridad en el contexto de cualquier revisión futura del marco jurídico en este ámbito.

Permítanme centrar ahora mi atención en las medidas desplegadas para proteger la situación financiera de las empresas. En la fase inicial de la crisis, los riesgos de liquidez de las empresas fueron el principal motivo de preocupación. La caída significativa del volumen de negocio de las empresas, principalmente debido a las restricciones a la movilidad, dio lugar a un aumento acusado de sus necesidades de liquidez. Pese a la mejora considerable de la situación general de liquidez del sector en años anteriores, muchas empresas no disponían de colchones suficientes para cubrir esos déficits de liquidez y tuvieron que recurrir a la financiación externa.

Las autoridades nacionales y supranacionales reaccionaron con rapidez para abordar estos riesgos de liquidez de las empresas. Las políticas adoptadas se orientaron a reducir los déficits de liquidez empresarial, incluidas algunas medidas fiscales como, por ejemplo, las moratorias de impuestos, y también a apoyar el flujo de crédito nuevo a las empresas. Las medidas no convencionales de política monetaria del BCE que he descrito y el programa de avales públicos para préstamos aprobado por el Gobierno español pueden incluirse en este segundo grupo de políticas.

Como resultado de este conjunto de actuaciones, las condiciones de financiación de las empresas se relajaron de forma significativa. Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema muestran que, en el segundo trimestre de 2020, los bancos españoles relajaron los criterios de concesión de crédito a empresas. Esto contrasta de forma notable con el considerable endurecimiento de esos criterios a raíz de la quiebra de Lehman en septiembre de 2008.

En los mercados de renta fija, el endurecimiento significativo de las condiciones entre finales de febrero y mediados de marzo revirtió rápidamente tras el anuncio de la introducción del PEPP el 18 de marzo.

Las empresas españolas han aprovechado la mejora de las condiciones de financiación registrada tanto en los mercados de crédito bancario como en los de renta fija para cubrir una gran parte de sus necesidades de liquidez. Entre febrero y mayo, el *stock* de deuda corporativa creció un 6 % y ha permanecido relativamente estable desde entonces.

El programa de avales públicos para préstamos ha desempeñado un papel importante en la mejora del acceso de las empresas a préstamos bancarios. Hasta finales de diciembre, este programa se utilizó para conceder préstamos a cerca de 600.000 empresas y autónomos por un importe de casi 115 mm de euros. Estudios recientes del Banco de

España revelan que el uso de avales públicos fue particularmente elevado entre las empresas que posiblemente tenían más dificultades para acceder a financiación externa en la coyuntura actual, como, por ejemplo, las pymes, las empresas de mayor riesgo y las que operan en los sectores más expuestos a la perturbación.

Sin embargo, la prolongación de la crisis ha aumentado los riesgos de solvencia de las empresas. Concretamente, el mayor endeudamiento y la reducción de los beneficios han deteriorado la situación financiera de muchas de ellas. Por tanto, en la fase actual de la crisis, las políticas económicas en este ámbito deberían centrarse en afrontar estos problemas de solvencia.

El Gobierno de España ya ha creado un fondo especial para inyectar capital en grandes empresas estratégicas. Sin embargo, en el caso de las empresas más pequeñas existen menos herramientas disponibles para inyectar capital público, o al menos para hacerlo de manera eficiente. Una opción que podría explorarse es crear instrumentos específicos para favorecer el reforzamiento de la situación patrimonial de las empresas mediante la movilización de recursos tanto públicos como privados. Paralelamente, en las empresas sometidas a un elevado grado de presión financiera, pero que siguen siendo viables, podrían considerarse inversiones directas, promovidas por el sector público utilizando para ello instrumentos híbridos, como préstamos participativos o deuda subordinada. En el caso de las empresas de tamaño reducido, una alternativa a considerar podría ser prestar apoyo en forma de ayudas directas a empresas viables.

En algunos casos, afrontar los problemas de solvencia requerirá reestructurar la deuda en las empresas insolventes que tienen proyectos de negocio viables. Los mecanismos de insolvencia vigentes deberían mejorarse con el fin de aumentar su eficiencia y minimizar el riesgo de que estas empresas terminen siendo liquidadas de manera ineficiente. En este contexto, debería estimularse la utilización de los procedimientos extrajudiciales de insolvencias, dado que, en general, son más flexibles y más rápidos que los procesos judiciales.

El papel de la política fiscal en la recuperación

Las finanzas públicas han experimentado un grave deterioro como consecuencia del impacto directo de la pandemia en el gasto sanitario, del normal funcionamiento de los estabilizadores automáticos y de la respuesta fiscal dirigida a apoyar las rentas de los hogares y las empresas. El déficit presupuestario podría haber superado el 10 % del PIB en 2020 y la deuda pública habría aumentado hasta niveles próximos al 120 % del PIB.

Con todo, pese a la magnitud de estas cifras, a corto plazo será necesario prolongar el estímulo fiscal. En estos momentos, no hacerlo entraña más costes que beneficios. Pero, al mismo tiempo, es imprescindible evitar un crecimiento de los gastos menos productivos, sobre todo de aquellos de carácter estructural.

Asimismo, se requiere un fuerte compromiso con una senda de consolidación gradual una vez que se supere la crisis. Para ello, es preciso diseñar un ambicioso programa plurianual de consolidación fiscal, con una descripción detallada del plan de actuación propuesto para alcanzar una senda de corrección paulatina de los desequilibrios acumulados. En otras palabras, es indispensable evitar retrasos injustificados en la reconstitución de los

colchones fiscales que pueden ser necesarios en futuras situaciones adversas. Un anuncio temprano del plan de consolidación maximizaría su credibilidad y su impacto positivo en la confianza de los agentes.

En paralelo a la consolidación fiscal, diseñar una ambiciosa agenda de reformas estructurales que permita incrementar nuestro potencial de crecimiento, relativamente reducido, contribuiría a revertir la senda de la deuda pública a medio y a largo plazo.

Retos para la economía española tras la pandemia

Permítanme, en mis observaciones finales, describir brevemente los principales retos para la economía española de cara al nuevo entorno que emerja tras la pandemia. En efecto, nuestra economía ya se enfrentaba a diversos retos importantes antes de la irrupción del COVID-19. Sin embargo, la pandemia ha acentuado la magnitud de esos retos y ha planteado algunos nuevos. A continuación, me centraré en algunos de los que considero más relevantes: la elevada temporalidad del empleo, el nivel relativamente bajo de capital humano y el tamaño medio reducido de las empresas.

La dualidad del mercado laboral

Un aspecto diferencial de la economía española que ha condicionado la evolución observada desde el comienzo de la pandemia es la elevada temporalidad del empleo, que se sitúa cerca del 25 %, el nivel más alto del área del euro.

Reducir el alto grado de segmentación del mercado laboral debería ser una prioridad. Durante las recesiones, el trabajo temporal suele absorber el grueso del ajuste del mercado laboral (y no cabe duda de que así ha vuelto a suceder en la crisis actual). Como resultado, un gran número de trabajadores temporales, que suelen pertenecer a grupos especialmente vulnerables, como el de los jóvenes —con menos experiencia laboral— y al colectivo menos cualificado, son expulsados del mercado de trabajo. Este patrón de ajuste tiene el efecto perverso de aumentar la desigualdad de la renta de forma significativa en períodos de crisis.

Además, la dualidad del mercado laboral tiene un importante impacto negativo sobre la eficiencia, ya que reduce los incentivos para que los trabajadores temporales acumulen capital humano y los empleados fijos incrementen su productividad. La inestabilidad de los contratos temporales entre los jóvenes también lleva a aplazar las decisiones relativas a la emancipación o la fecundidad. Todos estos aspectos señalan la necesidad de revisar los mecanismos de protección del empleo para proteger a los trabajadores de manera más equitativa y justa. Además, como ya comenté anteriormente, deberían favorecerse los mecanismos de flexibilidad interna de las empresas como alternativa al ajuste del empleo, especialmente en épocas de incertidumbre elevada.

La acumulación de capital humano

En cuanto al segundo reto que he mencionado, el relativo a la acumulación de capital humano, en las últimas décadas se ha producido una mejora sustancial en lo que se refiere al cierre de la brecha en el nivel educativo con respecto a la media de la UE. Con todo, sigue existiendo un déficit significativo, que afecta tanto a los trabajadores como a los empresarios españoles, y estos niveles reducidos de capital humano, en términos

comparativos, ayudan a explicar el diferencial de productividad negativo con respecto a otras economías más dinámicas.

Para cerrar esta brecha, es necesario revisar a fondo el sistema educativo español en todos los niveles. Actuar en este ámbito es incluso más urgente en vista de los retos planteados por la globalización, la digitalización y los avances tecnológicos. Para ello es necesario replantearse el contenido curricular, tanto en las etapas de educación obligatoria como en la universidad. Del mismo modo, también se debería revisar el sistema de formación profesional, siguiendo el ejemplo de los países europeos, como Alemania, que mejores resultados han obtenido en este ámbito.

El tamaño de las empresas

El último reto al que me quiero referir es el del tamaño de las empresas. En efecto, el sector empresarial español tiene una fuerte presencia de empresas de tamaño reducido (o incluso muy reducido), en mucha mayor medida que en otros países del área del euro. Así, por ejemplo, el porcentaje de empresas con menos de cinco trabajadores alcanzó el 78 % en España en 2019, 9 pp por encima del área del euro. Este hecho contribuye a explicar la baja productividad agregada de la economía española si se compara con el área del euro, puesto que es precisamente en las empresas españolas de menor tamaño donde se observa un diferencial de productividad negativo más amplio con respecto a sus equivalentes europeas.

Habida cuenta de su impacto negativo en el crecimiento de la productividad, deberían abordarse los factores que favorecen que el tamaño medio de las empresas españolas sea relativamente menor. Por ejemplo, existen regulaciones contingentes al tamaño empresarial que pueden desincentivar el crecimiento de las empresas. En particular, algunos elementos regulatorios aumentan las cargas de las empresas cuando tienen más de 50 empleados. Por tanto, algunas empresas podrían optar por mantener un tamaño reducido para evitar los costes derivados de superar este umbral. Asimismo, una mayor convergencia de los estándares en determinados ámbitos de regulación a nivel autonómico, en línea con las mejores prácticas en este ámbito, aumentaría el grado de competencia dentro del país y haría más fácil que las empresas expandiesen su negocio.

Conclusiones

Quisiera concluir con un tono de optimismo moderado. Creo que es justo afirmar que la respuesta de la política económica a la perturbación actual ha sido más oportuna y ambiciosa que durante las anteriores crisis financieras mundiales. Esto es aplicable a las principales palancas de políticas relevantes —fiscal y monetaria, entre otras— y, en el caso de la UE, se han tomado medidas importantes y sin precedentes. En cuanto a los agentes económicos, hemos observado un proceso de ajuste gradual, en el que los individuos y las empresas han cambiado sus hábitos y su forma de trabajar, de consumir y de producir, adaptándose a unas circunstancias muy desfavorables.

Pero la pandemia continuará formando parte de nuestra vida cotidiana y sus consecuencias económicas seguirán sintiéndose en los próximos años. España comparte muchos de los retos a los que se enfrentan otras economías avanzadas, que pueden resumirse de la siguiente manera. En primer lugar, mientras sigamos inmersos en la fase actual de gestión

de la crisis, es esencial mantener el impulso de las medidas mitigadoras adoptadas a lo largo del pasado año, pero adaptándolas a la naturaleza cambiante de la crisis. En segundo lugar, debemos preparar a nuestra economía para el entorno que emergerá tras la pandemia, aunque todavía se desconozcan algunas de sus dimensiones. Esto implica abordar las nuevas amenazas y oportunidades que surgirán después de la pandemia, al tiempo que se subsanan las principales áreas de vulnerabilidad e ineficiencia que ya existían antes del COVID-19.

Es cierto que el reto es formidable, pero en esta ocasión tenemos al alcance un valioso instrumento adicional: el programa europeo NGEU, que representa una gran oportunidad, pero también conlleva una responsabilidad igual de importante: utilizar estos recursos de la mejor manera posible. De ello dependerá la capacidad que tendrá la economía española de prepararse para afrontar con éxito los retos futuros de las próximas décadas. Y, en el ámbito de la UE, el resultado del NGEU, en mi opinión, marcará un hito importante en el camino hacia una mayor integración europea, incluida la necesaria creación de una capacidad permanente de estabilización macroeconómica común. Hay mucho en juego y, por tanto, poco margen para la complacencia.

Muchas gracias.