
29.03.2021

**La economía española ante la crisis del COVID-19: balance,
perspectivas y retos**

Desayuno informativo de Europa Press

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

Señoras y señores, buenos días:

Quisiera agradecer a los organizadores de este evento su amable invitación. Comenzaré haciendo un breve balance del período transcurrido desde el inicio de la crisis del COVID-19. Seguidamente ofreceré la visión del Banco de España sobre las perspectivas de la economía española. Finalmente, describiré los retos de corto y medio plazo de la política económica a escala nacional y europea.

El balance de un año de pandemia: un impacto sin precedentes, persistente y heterogéneo

El COVID-19 ha causado una recesión económica a escala global, de una intensidad que, en la mayor parte de las áreas geográficas, no tiene precedentes.

La crisis está siendo, además, muy persistente: a día de hoy siguen sin recuperarse los niveles de actividad previos al inicio de la pandemia en la mayor parte de los países. De hecho, las sucesivas olas de la pandemia han supuesto un freno a la recuperación, particularmente en los sectores más expuestos a las restricciones.

En España, este impacto está siendo particularmente acusado. El PIB cayó un 10,8 % en el conjunto de 2020, retroceso que fue sensiblemente mayor que el del área del euro, del -6,8 %. Al final de 2020 el PIB español se encontraba todavía un 8,9 % por debajo de su nivel previo a la pandemia, mientras que esa brecha se situaba en 4,9 puntos porcentuales (pp) en el área del euro.

Distintas razones explican ese impacto más pronunciado en nuestro país. Desde una mayor intensidad de la pandemia en las fases iniciales, lo que llevó a medidas de contención más severas en primavera del año pasado, hasta un peso más elevado de los sectores más afectados por estas medidas. Pero también es consecuencia del menor tamaño que, por término medio, tienen nuestras empresas. Las pymes presentan una menor capacidad de adaptación a esta perturbación, dado que suelen encontrar mayores obstáculos para el acceso a la financiación externa; sus costes fijos son, en proporción a su facturación, más elevados; y sus niveles de digitalización son, en general, más reducidos, lo que dificulta su acceso al teletrabajo. Las dos primeras ediciones de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial confirman estas circunstancias.

El impacto de la crisis ha sido muy heterogéneo, como evidencia la perspectiva sectorial. Así, si la afiliación efectiva¹ era en febrero un 6,8 % inferior al nivel previo a la pandemia, estas cifras eran significativamente peores en las ramas cuya actividad se ha visto más restringida, como la hostelería, el comercio minorista, las actividades artísticas y recreativas, y algunos otros servicios. Por ejemplo, en la rama de hostelería, el nivel de afiliación efectiva era casi un 50 % inferior, mientras que en las de sanidad y de Administraciones Públicas fue un 4 % mayor.

Además, los sectores más afectados por la crisis emplean, en promedio, trabajadores con menores niveles de estudios. De hecho, la caída del empleo entre los trabajadores con estudios bajos alcanzó el 15,1% en el cuarto trimestre de 2020, frente a un leve aumento

¹ Concepto construido sustrayendo de la cifra de cotizantes de la Seguridad Social a aquellos trabajadores que se encuentran en situación de ajuste temporal del empleo.

en los de estudios altos (0,4%). También destaca la caída en el empleo de los jóvenes (de entre 16 y 29 años), un 10,4%, frente al aumento del 1,4% en los mayores de 45 años.

Y la vulnerabilidad económica de las personas que trabajan en estos sectores es mayor. Sus rentas no solo son, por término medio, menores, sino que además tienen una posición financiera menos sólida: forman parte de hogares con menor ahorro acumulado² y su riqueza neta mediana es un 17 % menor.

Esta heterogeneidad resulta patente también en el tejido empresarial, en particular, en relación con su vulnerabilidad financiera. Así, algo menos del 15 % de las empresas se encontraban en situación vulnerable antes de esta crisis³. Esta proporción no variaba de forma significativa por tamaño de empresa o por rama de actividad. En cambio, se estima que en 2020 la proporción de empresas vulnerables se habría ampliado al 20 % y el aumento habría sido más pronunciado en las pequeñas; y por sectores, en la hostelería, donde se situaría en el 40 %.

En cuanto al sector bancario, este ha mostrado una resistencia notable, apoyado en las mejoras tanto en la calidad de su balance como en su solvencia en la última década y en la contundencia de las políticas económicas aplicadas desde el inicio de la crisis⁴. La ratio de capital CET1 incluso aumentó en 71 puntos básicos y la ratio de dudosos se redujo en 0,4 pp en 2020. Pero su rentabilidad se redujo de manera significativa como resultado, sobre todo, del incremento de las dotaciones para pérdidas por deterioro, de más del 50% respecto a las registradas en 2019. También, en este caso, los efectos han sido heterogéneos por entidades, dadas las posiciones de partida ya de por sí divergentes, y el distinto grado de exposición a las regiones, sectores, empresas y grupos poblacionales más afectados por la crisis.

Uno de los ámbitos en los que el impacto de la crisis es más visible es el de las finanzas públicas. Las cuentas de las Administraciones Públicas han sufrido un deterioro con escasos precedentes en tiempos de paz. El incremento del déficit público fue de casi 7 pp, hasta situarse por encima del 10 % del PIB. Y el aumento de la ratio de deuda pública ha superado los 20 pp, hasta situarse en torno al 120 %.

En definitiva, algo más de un año después, las consecuencias de la pandemia siguen dejándose sentir de manera muy palpable en la economía. Los niveles de producción y de empleo están todavía alejados del nivel pre-COVID, de forma particularmente acusada en ciertas ramas de servicios, y el conjunto de las Administraciones Públicas y algunos segmentos de los hogares y de las empresas han visto que su situación financiera se ha deteriorado de forma significativa. Además, es previsible que las instituciones financieras, que ya han visto reducida su rentabilidad, registren un progresivo deterioro de la calidad de la cartera crediticia.

² En concreto, en las industrias de interacción social la mitad de las personas empleadas residen en hogares en los que el ahorro acumulado es inferior a una cuarta parte de sus rentas anuales. Entre los hogares de las personas ocupadas en las industrias menos afectadas por la pandemia, el ahorro acumulado por la mitad de los hogares que menos ahorros tienen es más elevado: hasta un 40 % de sus rentas anuales.

³ Tomando como indicador de vulnerabilidad patrimonial de la empresa el cociente entre su deuda y sus activos (netos de deuda sin coste) y como umbral de vulnerabilidad un valor de esa ratio del 75 %.

⁴ Véase P. Hernández de Cos (2021): "[Los retos para el sector bancario un año después de la irrupción de la pandemia de COVID-19](#)". Discurso de en el Observatorio de las Finanzas organizado por El Español/Invertia.

Las perspectivas a medio plazo: se mantiene una incertidumbre elevada

Pero ¿cuáles son las perspectivas de cara al futuro?

Como señalaba, las sucesivas olas de la pandemia han supuesto un freno a la recuperación tras el verano. De hecho, en España el crecimiento intertrimestral del PIB fue nulo en el cuarto trimestre de 2020 y, para el primero de 2021, nuestras proyecciones anticipan un ligero registro negativo, del -0,4% en el escenario central.

De cara al futuro, el desarrollo de diversas vacunas y el comienzo de su administración a la población nos han permitido divisar un horizonte de resolución de esta crisis. Sin embargo, las incertidumbres siguen siendo elevadas, sobre todo, las derivadas tanto de la propia evolución de la pandemia y del proceso de vacunación como de las consecuencias de la crisis sobre el tejido productivo y sobre el comportamiento de los agentes.

En este contexto, las proyecciones que el Banco de España presentó el pasado martes siguen complementando el escenario central con otros dos alternativos, con supuestos diferentes acerca de la evolución de los principales focos de incertidumbre⁵.

El primer foco de incertidumbre es obviamente el epidemiológico. Nuestro escenario central asume que la evolución de la pandemia en los próximos meses requerirá la aplicación de restricciones similares a las de los primeros meses del año, pero que la administración gradual de las vacunas permitirá que estas restricciones desaparezcan en el transcurso del segundo semestre.

Un aspecto clave es la evolución prevista del turismo. En el escenario central, se asume que la naturaleza incompleta del proceso de vacunación durante los próximos trimestres daría lugar a que los flujos de turismo no alcanzasen un grado de normalización elevado hasta 2022.

En cuanto al daño sobre el tejido productivo⁶, hasta el pasado febrero, el número de empresas activas había disminuido un 3,6% con respecto al nivel de febrero de 2020. Esta cifra fue inferior al de los dos primeros años de la crisis anterior —2008 y 2009— y comparable al de 2012, a pesar de que la caída de la actividad fue mucho mayor el pasado año. Destaca también que detrás de esta reducción se encuentra el descenso en la creación de empresas, pero no un repunte de las bajas, lo que podría explicarse por las medidas de apoyo adoptadas, incluida la moratoria concursal. En todo caso, la evolución futura es incierta, en particular, una vez que este apoyo desaparezca. El escenario central de las proyecciones asume una destrucción solo moderada de tejido productivo.

Existen dudas, asimismo, sobre el comportamiento del ahorro de los hogares⁷, que ha aumentado significativamente en el último año y se ha acumulado en gran medida en depósitos bancarios. Este aumento es el resultado tanto de un comportamiento más

⁵ Véase [Boletín Económico del Banco de España 1/2021](#).

⁶ Véase M. Izquierdo (2021). “[La creación y destrucción de empresas desde el inicio de la crisis](#)”, recuadro nº 7 del Boletín Económico del Banco de España 1/2021.

⁷ Véase J. A. Cuenca, C. Martínez Carrascal y A. del Río (2021). “[El ahorro de los hogares durante la pandemia y sus posibles efectos sobre la reactivación futura del consumo](#)”, recuadro nº 4 del Boletín Económico del Banco de España 1/2021.

precavido como de las restricciones a algunos gastos causadas por las medidas de contención. Los modelos del Banco de España sugieren que la bolsa de ahorro forzoso acumulada podría ser significativa y alcanzar hasta el 2,5% del PIB en el tercer trimestre de 2020.

Pues bien, es de esperar que según se reduzca la incertidumbre, se libere gradualmente este ahorro acumulado, imprimiendo un mayor vigor al consumo. Sin embargo, la magnitud y la distribución temporal de este efecto está sujeta a una elevada incertidumbre y algunos elementos podrían limitarlo. En particular, una parte del consumo no satisfecho es atribuible al gasto en servicios, que, por lo general, no es aplazable; y el ahorro se ha concentrado en las rentas más altas, cuya propensión marginal a consumir es menor. También, los hogares podrían decidir mantener un nivel de ahorro elevado por precaución o, incluso, porque anticipen subidas de impuestos en respuesta al incremento de la deuda pública. El escenario central de las proyecciones asume que la tasa de ahorro disminuiría hasta 2023 pero, incluso entonces, se mantendría todavía algo por encima del nivel previo a la pandemia.

La incertidumbre sobre la distribución en el tiempo y el uso de los fondos del programa NGEU condicionan también estas proyecciones. En este caso, respecto a nuestra previsión de diciembre, se asume un retraso en los gastos de inversión financiados por el programa en 2021. Como resultado, el impacto sobre el PIB se reduciría de 1,3 pp, en diciembre, a 1 pp, en las últimas proyecciones, al mismo tiempo que ahora aumenta la contribución estimada para 2022, como reflejo de la hipótesis de que los fondos no invertidos este año se aplicarán el siguiente.

Sobre la base de estos supuestos, bajo el escenario central el PIB crecería en 2021 un 6 %, tasa que se reduciría a un 3,2% en el severo y aumentaría hasta el 7,5% en el suave. En el escenario central, tras una primera mitad del año débil, la actividad se aceleraría en el segundo semestre. El mayor dinamismo a partir del verano daría lugar a un potente efecto arrastre en 2022, a lo que se uniría el mayor impacto estimado de los fondos europeos para el próximo año, con lo que el PIB presentaría un crecimiento elevado en 2022, del 5,3 %, antes de moderarse hasta el 1,7 % en 2023.

Estas cifras representan una revisión a la baja de ocho décimas en el crecimiento del PIB para este año respecto a las proyectadas en diciembre. La menor fortaleza de la actividad en el corto plazo y, en menor medida, la revisión de la distribución del gasto de los fondos europeos, explican buena parte de esa revisión.

En comparación con las proyecciones para el área del euro del BCE, que anticipan un crecimiento en torno al 4% tanto en 2021 como en 2022, el de la economía española sería superior, si bien el área del euro alcanzaría su nivel de PIB previo a la crisis en 2022 mientras que, en España, este se retrasaría a 2023, como reflejo de la mayor caída de nuestra economía durante el año pasado.

En cuanto a la inflación, tras la significativa desaceleración experimentada el año pasado, al comienzo de 2021 se ha producido un repunte. Este repunte se explica por el encarecimiento de las materias primas, asociado a la mejora de las perspectivas económicas globales y, en el caso del crudo, también a algunos factores de oferta. A lo que se añaden algunos factores transitorios que han afectado a los precios de los servicios y

de los bienes industriales no energéticos. Estos factores darán lugar a una elevada volatilidad de la inflación en los próximos meses.

Mucho se ha discutido en las últimas semanas acerca de si estos desarrollos podrían ser el prelude de un período de tasas de inflación más elevadas. En mi opinión, es improbable, dada la debilidad de la demanda y el elevado grado de holgura cíclica. En las proyecciones del BCE, la inflación del área del euro estaría todavía al final de 2023 alejada del objetivo de medio plazo de la política monetaria, del 2%. En el caso de España se situaría, en el promedio de 2023, en el 1,2 % bajo el escenario central.

En cuanto a los riesgos que rodean a estas proyecciones, en el escenario central siguen orientados a la baja en el corto plazo, y estarían vinculados, fundamentalmente, a episodios más intensos de contagios o una progresión más lenta en el calendario de inmunización.

Más allá del corto plazo, la incertidumbre ha tendido a mitigarse al confirmarse la efectividad de las vacunas, lo que ha reducido la probabilidad de materialización de los escenarios más desfavorables. La incertidumbre se ha reducido también como consecuencia del paquete fiscal aprobado en Estados Unidos y del acuerdo para la salida del Reino Unido de la Unión Europea. En conjunto, los riesgos están más equilibrados en el medio plazo de lo que lo estaban hace algunos meses.

La política económica debe mantener el apoyo en el corto plazo...

¿Cuál es el papel de la política económica en un contexto como el descrito?

En mi opinión, está justificado mantener las medidas excepcionales de apoyo a la economía. Este apoyo es crucial para evitar que a la crisis se le añada un componente financiero que la haría más profunda y duradera.

Esta es la línea de actuación que ha seguido la política monetaria. En diciembre, ampliamos nuestro programa de compras pandémico hasta, al menos, marzo de 2022 para garantizar que las condiciones de financiación sean favorables. Más recientemente, para contrarrestar el repunte de los tipos de interés de largo plazo observado en los últimos meses, en un contexto donde nuestra previsión de inflación está muy alejada de nuestro objetivo y por debajo de la anticipada antes de la crisis, hemos subrayado que vamos a usar la flexibilidad de nuestro programa pandémico para ampliar las compras en los próximos meses.

Estas decisiones me llevan a enfatizar la importancia de mantener un grado de acomodación monetaria elevado para que la política fiscal pueda, a su vez, seguir manteniendo un grado de apoyo a la economía muy alto hasta que se haya garantizado una recuperación sólida.

En el ámbito bancario, dado el papel crucial que este sector debe seguir ejerciendo, las autoridades supervisoras hemos seguido subrayando que el uso de los colchones de capital por parte de las entidades es adecuado para reconocer el deterioro del crédito y seguir proporcionando crédito solvente a familias y empresas. Las entidades tendrán tiempo suficiente para volver a cumplir con los requerimientos de capital y el inicio del proceso nunca se hará antes de que los principales efectos de la pandemia se hayan disipado.

En paralelo, dada la incertidumbre que todavía persiste, que el impacto de la pandemia no se ha manifestado plenamente en los balances de las entidades y que estas siguen beneficiándose de diversas medidas de respaldo público, les hemos recomendado que actúen con extrema prudencia en las políticas de distribución de dividendos. En paralelo, las entidades deben mantener una política de anticipación del reconocimiento de deterioros, garantizando que este sea adecuado y oportuno, como establecen las guías supervisoras.

En cuanto a la política fiscal, el apoyo en esta fase debe focalizarse en las empresas y grupos poblacionales más afectados. Un aspecto particularmente relevante es el apoyo a las empresas viables que, dada la magnitud y la duración de la crisis, han visto deteriorada su solvencia. En caso de que se materializaran, estos problemas de solvencia no solo provocarían una destrucción de tejido productivo y de empleo, en empresas que podrían ser viables en el escenario post-pandemia; también acabarían afectando a la posición patrimonial del sector bancario, que podría responder con una restricción crediticia que realimentara los efectos negativos sobre la capacidad de recuperación y el crecimiento económico a medio plazo.

Recientemente se ha aprobado un paquete de ayudas al sector empresarial y a los autónomos que puede resultar una herramienta útil precisamente para reducir ese riesgo. Para ello, es particularmente relevante su ejecución rápida y homogénea, y que los mecanismos de reparto permitan focalizar selectivamente las ayudas precisamente en las empresas viables pero con problemas de solvencia. También es necesaria la flexibilidad en el volumen y uso de fondos comprometidos, para adaptarse a la propia evolución de la pandemia y a la eventual materialización de los riesgos.

En paralelo, debemos identificar con prontitud las transformaciones estructurales causadas por la pandemia. Puede haber empresas que hayan dejado de ser viables y sería contraproducente que fueran sostenidas de manera indefinida por la política presupuestaria. Para estas empresas, sería deseable que se agilizaran los procesos de liquidación. También debe asegurarse el correcto funcionamiento de los mecanismos de flexibilidad disponibles para las empresas, cuyo papel es crucial para permitir potenciales ajustes estructurales derivados de la crisis. Y, por supuesto, debe ponerse el énfasis en las políticas activas de empleo y de formación para facilitar la reasignación de los trabajadores a los sectores de futuro.

Todas estas acciones ayudarían, conjuntamente y de manera complementaria, a evitar que la crisis incorpore un elemento financiero adicional. De esta forma, el sector bancario podría seguir siendo parte de la solución de la crisis a través de la concesión de crédito a familias y a empresas, y contribuir a la reactivación de la economía, que precisará del buen funcionamiento del canal crediticio, tan relevante en las economías europeas y, por supuesto, en la española.

... y afrontar desde ya los problemas y retos estructurales

Más allá de esta reacción en el corto plazo, es el momento de que la política económica ponga el foco en afrontar los retos estructurales. Permítanme que resuma algunos de estos, tanto a escala nacional como europea, incluidos los relativos a la política monetaria y al sector bancario.

Respecto a la **política económica nacional**, uno de los retos más importantes es, sin duda, el saneamiento de las cuentas públicas. Ya he señalado que una de las consecuencias más negativas de esta crisis será el fuerte crecimiento del endeudamiento público. Pues bien, un endeudamiento público elevado acrecienta la vulnerabilidad de la economía. Por consiguiente, la contrapartida necesaria del actual activismo fiscal es el anuncio de una estrategia plurianual de corrección de los desequilibrios presupuestarios que comience a ser aplicada tras la superación de la crisis sanitaria.

La magnitud del desafío es grande. Ya antes de la crisis, el déficit público estructural superaba el 3 % del PIB. A esa cifra hay que añadir ahora el aumento de la carga de intereses debido al mayor volumen de deuda, los incrementos de gasto derivados de la introducción del ingreso mínimo vital o, en el caso del gasto en pensiones, de la presión del envejecimiento de la población y de la decisión de volver a indiciar las pensiones con el IPC, o el impacto del posible aumento estructural de algunos capítulos de gasto, como el sanitario.

En todo caso, si se desplegara una estrategia de corrección del déficit estructural en una cuantía de 0,5 pp de PIB anuales (en línea con el requerimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento), bajo escenarios macroeconómicos plausibles, la ratio de deuda pública iniciaría una senda descendente que la situaría hacia 2040 en niveles algo inferiores a los previos a la crisis.

Y esa reducción sería mayor si esta estrategia se viera complementada por un programa de reformas estructurales que incrementara el crecimiento potencial de la economía. Una herramienta que puede resultar de enorme utilidad a estos efectos es el programa NGEU, que, tanto por su volumen como, sobre todo, por los proyectos que está destinado a financiar, posee *a priori* la capacidad de elevar sustancialmente la capacidad productiva de la economía.

Pero ello no puede ser sustitutivo de las necesarias reformas estructurales. España necesita de un aumento de su crecimiento potencial. Lo necesitaba ya antes de la pandemia y lo necesita aún más ahora.

El reducido crecimiento potencial de la economía española durante las dos últimas décadas se ha debido, fundamentalmente, a la pobre dinámica de la productividad. Una dinámica que se ve limitada por varios problemas estructurales, entre los que destacan el reducido tamaño medio de nuestras empresas, ciertas deficiencias regulatorias sectoriales y en el marco que determina el dinamismo empresarial, así como déficits importantes en capital humano y tecnológico. Resulta urgente corregir las causas detrás de estas deficiencias.

También son evidentes las carencias del mercado laboral español, como revela que, en las últimas décadas, la tasa de paro haya permanecido por encima de la de los países de nuestro entorno. Se requiere, en particular, un refuerzo de las políticas activas de empleo que proporcione la orientación y la formación adecuadas a quienes han perdido su puesto de trabajo y mejore, por tanto, su empleabilidad.

Otra característica diferencial del mercado de trabajo español es la elevada temporalidad, mayor que en cualquier otro país del área del euro. Esta alta temporalidad provoca que, cuando llega una recesión, sean los asalariados temporales los que primero pierden su puesto de trabajo, con el agravante de que, habitualmente, estas personas pertenecen a

colectivos vulnerables. Los efectos perniciosos de la temporalidad se extienden al crecimiento de la productividad. La resolución de este problema requiere modificar los mecanismos de contratación, de manera que se reduzcan los costes de despido entre contratos fijos y temporales, sin dañar la capacidad de creación de empleo.

Más allá de corregir estas deficiencias estructurales, debemos afrontar los retos de medio plazo, entre los que destacan los derivados del envejecimiento poblacional, el cambio climático o la desigualdad.

El aumento de la tasa de dependencia demográfica, que se prevé se vaya a duplicar en las próximas décadas, generará un impacto significativo sobre la economía y, en particular, una presión al alza sobre el gasto en pensiones. Las reformas de 2011 y 2013 ayudaron a moderar estas presiones, pero la decisión de volver a revalorizar las pensiones con el IPC obligará a tomar medidas adicionales compensatorias. Hay tres parámetros sobre los que se puede actuar: ingresos, gastos y edad de jubilación. La magnitud del problema aconseja diversificar las medidas con acuerdos amplios y estables. En general, resulta conveniente aumentar la contributividad del sistema y su transparencia, asegurando un nivel de suficiencia para aquellos hogares con recursos más limitados. Además, el establecimiento de mecanismos automáticos de ajuste ayudaría a estabilizar el sistema, adaptándolo a los cambios demográficos y económicos. De hecho, varios países de la UE (como Alemania, Suecia o Italia) ya han establecido un vínculo entre el nivel de prestaciones o la edad de jubilación y la esperanza de vida.

Combatir el cambio climático y facilitar la transición hacia una economía más sostenible constituyen otro de los desafíos fundamentales a los que nos enfrentamos. La política fiscal debe desempeñar un papel preponderante en alcanzar los objetivos en este terreno, tanto para desincentivar las actividades más perjudiciales para el medio ambiente, a través de un sistema impositivo armonizado a escala internacional, como para impulsar las inversiones públicas y privadas necesarias para desarrollar tecnologías más limpias, y para paliar los costes sociales de la transición.

En cuanto a la desigualdad, iniciamos la actual crisis con un nivel superior al que se registraba a finales del anterior ciclo expansivo, y todo apunta a que esta crisis supondrá un incremento adicional. Las medidas aprobadas de protección del empleo y de apoyo a las rentas deberían contribuir a reducir la vulnerabilidad de los hogares más afectados. Asimismo, muchas de las reformas destinadas a mejorar la productividad o a reducir el desempleo y la precariedad del empleo son fundamentales para disminuir las desigualdades. Por su parte, el ingreso mínimo vital podría contribuir, en coordinación con los esquemas de las Comunidades Autónomas, a reducir el nivel de pobreza extrema. Para ello será importante, como prevé su ley de creación, evaluar permanentemente su aplicación y, en particular, si los requisitos de elegibilidad son eficaces para apoyar a los colectivos más vulnerables, y si su diseño produce suficientes incentivos para que los beneficiarios se incorporen al mercado de trabajo.

Una cuestión adicional es la relativa a los problemas de accesibilidad a la vivienda de alquiler. La evidencia internacional muestra que las políticas dirigidas a incrementar la oferta son las más efectivas. Algunos países han optado por combinar la introducción de garantías públicas con incentivos fiscales sobre el sector privado promotor de vivienda en alquiler. Asimismo, resulta crucial garantizar la seguridad jurídica de los propietarios.

En cuanto a las **políticas económicas europeas**, a pesar de la respuesta durante la crisis, existen deficiencias estructurales en la gobernanza de la UEM que deben ser resueltas. Resolver estas deficiencias resultaría también relevante desde el punto de vista de la gestión de la crisis, dado que no se puede descartar que el impacto de la pandemia sobre la economía, así como su persistencia, sean mayores de lo esperado. Es necesario perseverar en una respuesta europea a esta crisis.

Culminar la Unión Bancaria con la aprobación de un fondo de garantía de depósitos europeo plenamente mutualizado supondría una contribución decisiva para garantizar la estabilidad financiera en el área del euro tanto en los próximos meses como en un horizonte de medio plazo. La profundización en el proyecto de Unión del Mercado de Capitales sería igualmente crucial. Además, resulta prioritario analizar la adecuación de la normativa de resolución y liquidación bancaria europea a una hipotética crisis sistémica, así como crear un procedimiento común para la liquidación administrativa de las entidades.

La crisis también ha evidenciado que la política monetaria no puede actuar como único mecanismo de estabilización de la UEM. Tenemos que dotarnos de un mecanismo permanente de estabilización fiscal que permita afrontar futuras crisis sin la necesidad de acuerdos políticos *ad hoc*. Los fondos europeos aprobados durante esta crisis pueden ser un buen embrión de este mecanismo.

Y también tenemos que debatir la reforma del Pacto de Estabilidad. Este debe ser simplificado y adecuarse a las realidades económicas actuales, como es el entorno de tipos de interés reducidos. Además, debe resolverse su escasa capacidad para lograr que los países generen colchones fiscales en época de bonanza para que puedan ser utilizados en las crisis.

Los retos de medio plazo afectan también a la **política monetaria**⁸. Estos retos surgen de la progresiva reducción del denominado tipo de interés natural en las últimas décadas, que se atribuye a factores demográficos, como el envejecimiento de la población, o tecnológicos, como un menor crecimiento de la productividad, y que han modificado el equilibrio entre oferta de ahorro y demanda de inversión. La consecuencia es que, para estabilizar la inflación, los tipos de interés reales deben ser ahora más bajos. El problema reside en que existe una cota inferior a los tipos de interés nominales, que hace que la política monetaria sea más efectiva en su lucha contra la inflación que contra la deflación o, incluso, una inflación persistentemente baja.

En este contexto, los principales bancos centrales han visto necesario revisar su estrategia de política monetaria. En el caso del BCE, esta revisión es ambiciosa, ya que no solo analiza cómo afrontar esa situación, sino también el diseño y uso óptimo de los instrumentos de política monetaria, la medición de la inflación, las interacciones entre la política monetaria y la macroprudencial, la comunicación de la institución, o el impacto del cambio climático, la digitalización o la globalización.

Uno de los temas clave será el relativo a la definición del objetivo de estabilidad de precios. El objetivo actual, consistente en una tasa inferior, pero cercana, al 2 %, debe ser reformulado. Por un lado, resulta necesario clarificar el nivel de inflación que se pretende

⁸ Véase P. Hernández de Cos (2021): "[La política monetaria del Banco Central Europeo: respuesta frente a la crisis pandémica y desafíos futuros](#)", discurso en la Universidad Autónoma de Madrid.

alcanzar – por ejemplo, el 2% - para facilitar su comprensión a los ciudadanos y permitir un colchón suficientemente alto, por encima de cero, que dé más margen de maniobra a la política de tipos de interés. Por otro, es necesario dotar a dicho objetivo de una naturaleza más simétrica, que deje claro que nuestra respuesta ante desviaciones por debajo del objetivo será tan fuerte como ante desviaciones por encima, así como nuestra determinación para lograr resultados simétricos en la evolución de la inflación en torno a ese objetivo.

Otro aspecto importante es el de cuáles deben ser los instrumentos de la política monetaria. En el contexto descrito, los programas de compra de activos o las operaciones de provisión de liquidez a los bancos deben formar parte de la «caja de herramientas» normal. Además, es conveniente que nos dotemos de instrumentos lo bastante flexibles para evitar dinámicas de fragmentación que comprometan la correcta transmisión de la política monetaria en toda el área del euro.

Finalmente, déjenme que realice unas reflexiones sobre los principales retos en **el ámbito regulatorio y supervisor del sector bancario**. La crisis no ha hecho sino destacar la importancia de disponer de un sector bancario saneado, con colchones suficientes para absorber riesgos inesperados. Debemos asegurarnos de que la resistencia del sector se mantiene respecto a los nuevos riesgos que emerjan.

Así, hay que recordar que queda pendiente la implementación de la finalización de las reformas globales de Basilea III. El objetivo es homogeneizar el cálculo de los activos ponderados por riesgo entre entidades, y, para conseguirlo, un elemento clave es el llamado *output floor*, mediante el cual se establece un suelo a las minoraciones que los bancos pueden obtener con el uso de modelos internos para calcular los requisitos mínimos de capital con respecto al método estándar. Este objetivo sigue plenamente vigente. De hecho, tras haber retrasado su implementación en un año, todos los miembros del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea que tengo el honor de presidir se han comprometido a implementar esta reforma plenamente en la nueva fecha.

A escala nacional, en los últimos años se ha reforzado la supervisión coordinada de los riesgos para la estabilidad financiera con la creación de la AMCESFI. En paralelo, se han puesto a disposición del Banco de España nuevos instrumentos macroprudenciales que aumentan nuestra capacidad de actuar ante episodios de crecimiento excesivo o inadecuado del crédito.

Más allá de estas mejoras, sería adecuado reflexionar sobre nuestra arquitectura financiera institucional. Tras la pasada crisis financiera internacional, algunos países han modificado sus modelos, en general hacia modelos más integrados y con un mayor papel de los bancos centrales. Entre estos, la separación de las responsabilidades de preservación de la solidez patrimonial de todas las entidades financieras con independencia de su naturaleza (bancaria, de seguros, valores, etc.) y de la vigilancia de la conducta en sus relaciones con sus clientes, y su asignación a autoridades diferenciadas (a Banco de España y a CNMV, respectivamente), representa, en mi opinión, un esquema institucional óptimo para gestionar los posibles conflictos entre ambas responsabilidades y para mejorar la eficiencia y la eficacia de la actividad supervisora.

Como decía, será importante dar respuesta a los nuevos riesgos que emerjan, entre los que destacan el cambio climático o la digitalización.

En el caso del cambio climático, los supervisores hemos de asegurarnos de que las entidades valoran correctamente los riesgos y los incorporan en la gestión de sus carteras. También debemos cumplir un papel complementario mediante el desarrollo de bases de datos y requisitos de información adecuados, e incorporando los riesgos a los análisis de la estabilidad financiera. De hecho, muchos supervisores estamos desarrollando pruebas de resistencia medioambientales.

En cuanto a los desarrollos tecnológicos, destacan los riesgos asociados a los ciberataques o a la dependencia de los proveedores de servicios externos. Pero también los derivados de la creciente competencia de las compañías tecnológicas, que puede convertirse en disruptiva.

Las implicaciones para las autoridades prudenciales son importantes: debemos mantener una supervisión proactiva, puesto que el marco regulatorio tradicional puede no ser suficiente; tendremos que cuestionarnos el perímetro regulatorio, de forma que el mantra habitual de «misma actividad, mismos riesgos, mismas reglas» sea realmente operativo. Finalmente, debemos reforzar la cooperación entre autoridades dada la diversidad de sectores afectados.

La gobernanza de la información de la que las empresas disponen sobre los clientes es una cuestión particularmente importante. Parece razonable que, si se considera necesario que esa información esté disponible para todos los operadores, tal obligación no tenga excepciones, y que esté claro cuál es su alcance, siempre respetando los derechos de los clientes.

Las *BigTech* ejercen también presión sobre la rentabilidad del sector, ya debilitada por el impacto de la pandemia y por la evolución posterior a la crisis financiera global. Para su mejora, las entidades deben profundizar en las ganancias de eficiencia, reduciendo costes y utilizando más intensivamente las nuevas tecnologías. En particular, deben perfeccionar el uso de la información con la que cuentan, que les permita mejorar el modelo de negocio sin incrementar el perfil de riesgos. Los procesos de consolidación pueden ser también un instrumento útil, si bien es necesaria una evaluación de los méritos de cada propuesta, en particular en relación con su impacto sobre la estabilidad financiera. Las operaciones transnacionales europeas serían particularmente positivas, dado que permitirían profundizar en la Unión Bancaria.

Como pueden ver, la lista de tareas es ambiciosa, tanto por su número como por su nivel de exigencia. Por eso tenemos que ponernos manos a la obra cuanto antes, sabiendo que la recompensa es grande. Llevar a buen puerto estas tareas es labor de todos: autoridades, legisladores, empresas y ciudadanos. Todos podemos contribuir a reducir la incertidumbre a la hora de anticipar cómo será el futuro. Porque, en el espíritu de la sentencia de Abraham Lincoln, quien afirmó que «la mejor forma de predecir el futuro es crearlo», todos somos corresponsables de poner en marcha las reformas que permitan lograr un futuro mejor para nosotros y para las próximas generaciones.

Muchas gracias.