

---

**06.10.2020**

**Comparecencia en el Congreso de los Diputados: presentación del Informe Anual 2019 del Banco de España**

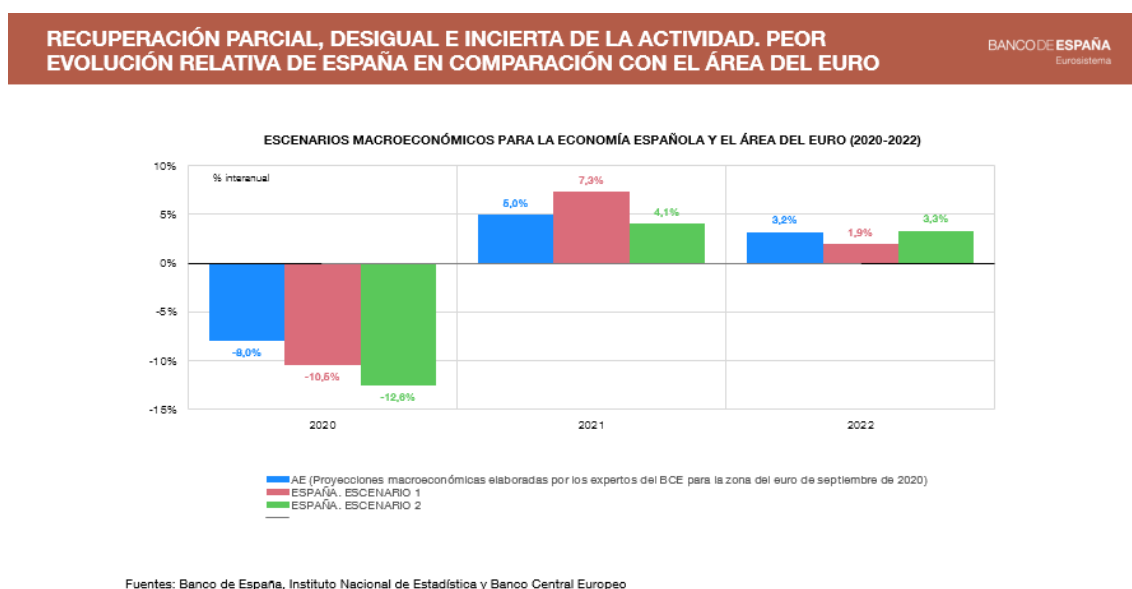
Pablo Hernández de Cos  
Gobernador

---

Presidente, señorías:

Comparezco ante esta Comisión una vez más, en este caso al objeto de presentar el *Informe Anual 2019* del Banco de España, que fue aprobado por el Consejo de Gobierno de la institución el pasado mes de junio y publicado en ese mismo mes. En esta ocasión, el informe se ha dedicado, con carácter monográfico, al análisis del impacto de la pandemia sobre la economía de nuestro país, así como a discutir cuál debe ser el papel de las políticas económicas para lograr nuestro objetivo común y prioritario: minimizar el impacto de esta grave crisis para el bienestar de la ciudadanía. En esta comparecencia, además de resumir el contenido del informe, ofreceré una actualización de la situación económica generada por la pandemia y, en su caso, una revisión de algunos de los mensajes proporcionados en esta publicación. Esto es particularmente adecuado en un contexto como el actual, que resulta rápidamente cambiante y está sometido a una elevada incertidumbre.

## 1 La situación macroeconómica



En el ámbito estrictamente económico, la crisis sanitaria y las medidas necesarias para contenerla han causado una profunda recesión en todo el mundo, con un grado de sincronización elevado, cuyo punto álgido se situó en la pasada primavera.

Con posterioridad, el levantamiento, también casi simultáneo en la mayor parte de las áreas geográficas, del grueso de las medidas tomadas frente a la pandemia permitió que repuntara la actividad global.

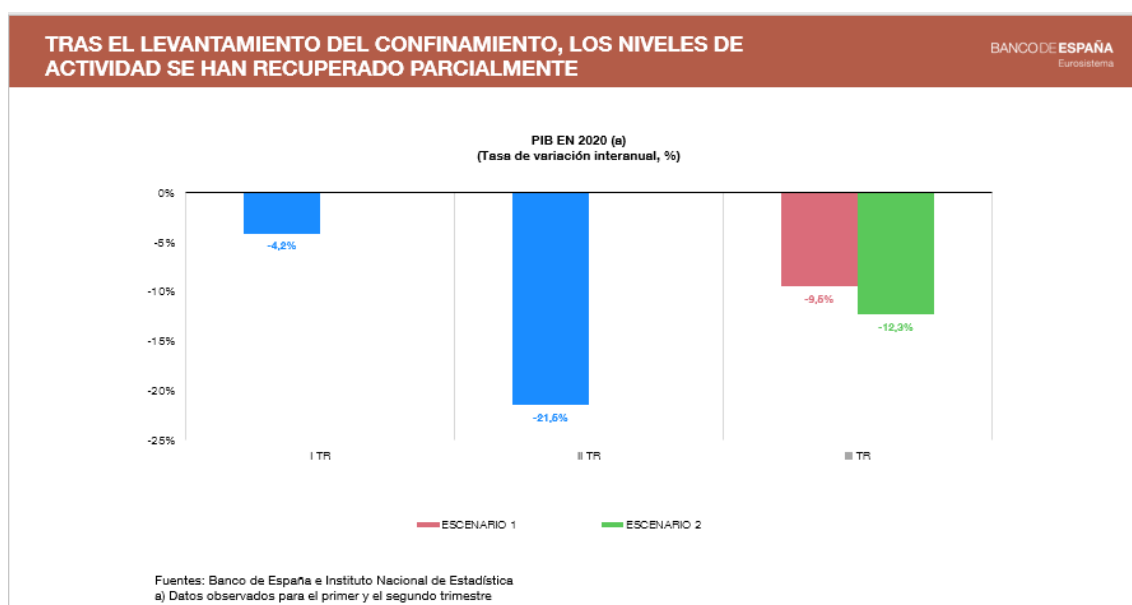
Sin embargo, la **recuperación** de las graves pérdidas que tuvieron lugar mientras las medidas más estrictas estaban aún en vigor ha sido solo **parcial**, de modo que el nivel actual de actividad y empleo se sitúa claramente todavía por debajo del previo a la crisis en casi todas las regiones del mundo.

Además, se trata de una **recuperación desigual**, no solo porque es más intensa en algunas zonas que en otras, sino especialmente porque, desde el punto de vista de las ramas

productivas, algunas de ellas —en particular, aquellas en las que la interacción social desempeña un papel más relevante— se han visto especialmente afectadas.

Y, finalmente, **la recuperación se caracteriza por su fragilidad**, puesto que su continuación está sometida a las incertidumbres acerca de la intensidad de los nuevos brotes de la enfermedad que pudieran tener lugar en los próximos trimestres, en tanto no dispongamos de una solución médica efectiva.

El carácter incompleto de la recuperación al que me he referido es, desde luego, patente en el caso del área del euro. Y no solo en relación con los desarrollos observados hasta la fecha. Si tomamos las proyecciones más recientes del Banco Central Europeo (BCE)<sup>1</sup>, dadas a conocer hace apenas un mes, vemos que, aunque su escenario central proyecta para los próximos trimestres una prolongación de la mejoría observada desde mayo, ello no impediría que el PIB del área cayera este año un 8 %, a pesar de que ese escenario incluye el supuesto de que la situación epidemiológica no empeorará en los próximos trimestres. Más aún: a finales de 2022, el nivel del PIB del área se situaría casi un 4 % por debajo del que se proyectaba en las últimas previsiones del Eurosistema anteriores a la irrupción del Covid-19, que datan de diciembre de 2019.



En nuestro país, la evolución de la actividad económica desde la irrupción de la pandemia ha seguido estrechamente el perfil marcado por la introducción de las medidas de confinamiento y su posterior levantamiento. Los datos correspondientes al primer semestre muestran caídas históricas del PIB, con una reducción del PIB del 22,1 % frente al nivel de finales del año anterior. Este retroceso es superior al del promedio del área del euro, como resultado de que las medidas de confinamiento adoptadas durante el estado de alarma fueron más estrictas, así como de ciertas características estructurales de nuestra economía, como son un mayor peso relativo de los sectores más afectados por esta crisis, un tejido empresarial español conformado en mayor medida por pequeñas y medianas empresas, y una tasa de temporalidad laboral sustancialmente más elevada.

<sup>1</sup> Véase [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro](#).

Por su parte, la desescalada progresiva vino acompañada de una mejora gradual de la actividad que habría llevado a que, tras la intensa caída del segundo trimestre, el PIB creciera en el tercero a una tasa de doble dígito.

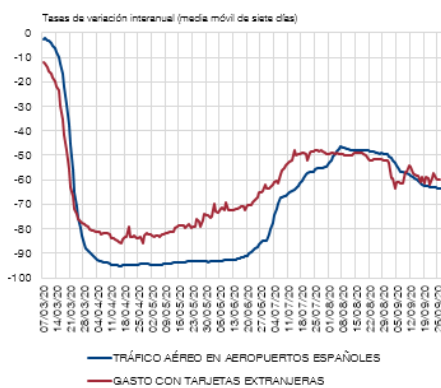
Sin embargo, no debemos dejarnos llevar por una interpretación excesivamente benigna de estas cifras, aparentemente favorables. Como he subrayado, la actual recuperación tiene, en las diversas áreas geográficas, un carácter parcial. Pero la naturaleza incompleta del repunte es más evidente en España que en otras economías. Como resultado, el nivel de actividad alcanzado en el tercer trimestre de este año en nuestro país se situaría todavía entre un 12,3 % y un 9,5 %, por debajo del mismo período del año anterior, según los dos escenarios publicados recientemente por el Banco de España.

Además, aunque el levantamiento en mayo y junio del grueso de las medidas que restringían la movilidad de los ciudadanos y la actividad de numerosas ramas llevó a una rápida recuperación del producto de la economía en esos meses, a lo largo del verano se fueron acumulando señales de que el repunte iba perdiendo intensidad. En este sentido, un conjunto de indicadores de alta frecuencia parece mostrar que, sobre todo desde mediados de agosto, habrían dejado de producirse avances añadidos significativos en esa recuperación.

Esta aparente ralentización de la mejora de la actividad ha coincidido con un resurgimiento de los contagios por Covid-19, que no han dejado de aumentar desde principios de julio. Además, aunque el repunte de la enfermedad ha sido común a muchos otros países, este ha sido más intenso en España, de modo que, en comparación con las principales economías europeas, en la actualidad nuestro país presenta cifras de nuevos contagios por cada 100.000 habitantes notablemente superiores.

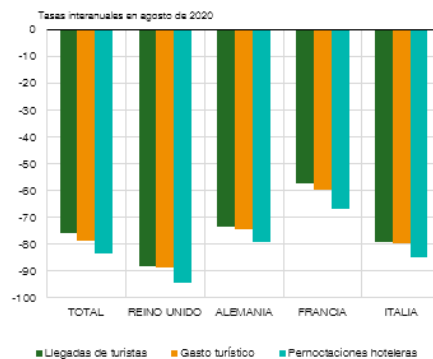
**LOS REBOTES DE LA PANDEMIA EN ESPAÑA HAN INTERRUMPIDO LA RECUPERACIÓN DEL TURISMO INTERNACIONAL** BANCO DE ESPAÑA  
Eurosistema

**EVOLUCIÓN RECIENTE DEL GASTO CON TARJETAS EXTRANJERAS Y DEL TRÁFICO AÉREO**



Fuentes: EUROCONTROL, INE y Banco de España

**ESPAÑA: INDICADORES DE TURISMO EXTRANJERO POR PRINCIPALES MERCADOS EMISORES**



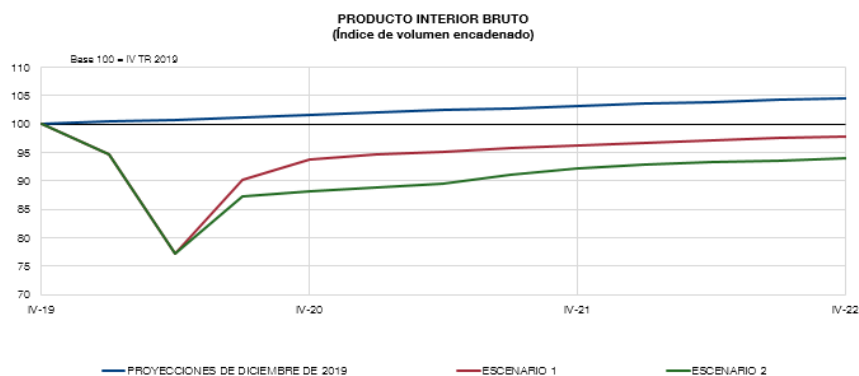
Este empeoramiento de la situación epidemiológica ha llevado al progresivo reforzamiento de algunas medidas de distanciamiento social, restricciones que, aun teniendo por el momento un carácter limitado, estarían afectando al proceso de recuperación económica. Con elevada probabilidad, ese impacto negativo habría sido particularmente intenso en el caso del sector turístico, para el que el período estival es, además, el de mayor actividad.

En efecto, el repunte de la pandemia en España llevó, durante el verano, a que las autoridades de numerosos países emisores de turistas, que incluyen los principales mercados europeos, dieran a conocer diversas medidas que han desincentivado los viajes de sus ciudadanos a territorio español.

De este modo, los niveles de actividad del sector durante el verano se mantuvieron muy alejados de los del mismo período del año anterior. Así, por ejemplo, en agosto abrieron solo el 77 % de los establecimientos hoteleros que lo habían hecho en el mismo mes de 2019 y solo se cubrieron algo más del 40 % de las plazas ofertadas. A tenor de la información disponible, es posible incluso que la evolución de la actividad turística haya empeorado en septiembre, dado el elevado nivel de cancelaciones de reservas previas, la intensificación de los descensos interanuales en el tráfico aéreo y el deterioro en la evolución del gasto pagado con tarjetas cuyo emisor es no residente. Y, evidentemente, los desarrollos más recientes de la pandemia en nuestro país no contribuyen a alentar las perspectivas de estas ramas de actividad en los próximos meses.

**EL PIB REAL A FINALES DE 2022 SE SITUARÍA POR DEBAJO DEL NIVEL DE DICIEMBRE DE 2019 EN LOS DOS ESCENARIOS MÁS RECIENTES DEL BANCO DE ESPAÑA**

BANCO DE ESPAÑA  
Eurozona



Más allá del corto plazo, las perspectivas de la economía española, al igual que las de otros países, están rodeadas de una elevada incertidumbre, ligada al curso de la pandemia. Por esta razón, el Banco de España optó, en su publicación del pasado 16 de septiembre<sup>2</sup>, por presentar más de un escenario sobre la posible evolución de la economía en los dos próximos años, como ya había hecho en los pasados meses de abril y junio. En este caso, los escenarios dados a conocer han sido dos. Ambos comparten un supuesto común relativo al hallazgo y la distribución generalizada entre la población de una solución médica efectiva a partir de la segunda mitad del año que viene, en línea con el horizonte temporal al que, aun en un contexto de elevada incertidumbre, los epidemiólogos parecen otorgar tentativamente una mayor verosimilitud.

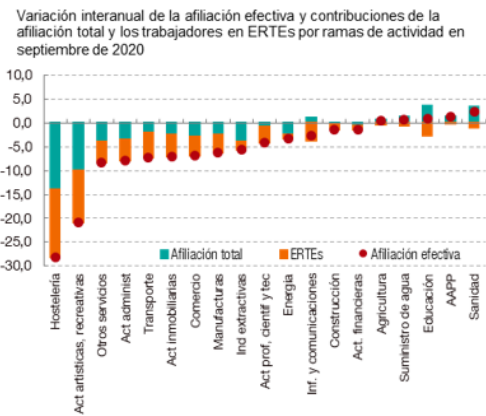
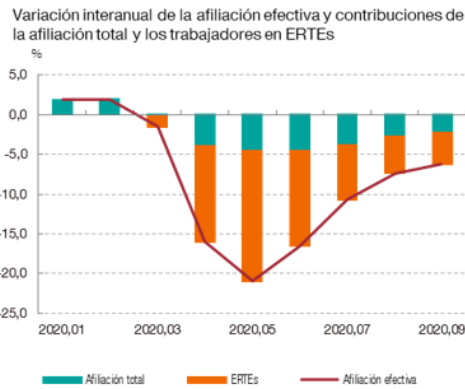
La diferencia entre un escenario y otro radica en los supuestos realizados acerca de la evolución de la situación epidemiológica en los próximos trimestres. En concreto, el primer escenario considera, en comparación con el segundo, que los nuevos brotes requerirán

<sup>2</sup> Véase el recuadro 1 ("[Escenarios macroeconómicos para la economía española 2020-2022](#)") del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2020, Banco de España.

medidas de contención más limitadas, en cuanto a su intensidad y a las ramas productivas afectadas directamente, que se circunscribirían a las relacionadas con el ocio y la hostelería. Por consiguiente, los efectos adversos sobre la producción y el empleo tendrían también una magnitud inferior, no solo como consecuencia de la menor severidad de las restricciones a la actividad, sino también porque el grado de incertidumbre sería también más reducido, por lo que esta variable dañaría en menor medida las decisiones de gasto de familias y empresas.

En cualquiera de los dos escenarios, la caída del PIB español sería muy elevada en 2020. De media, este año el retroceso ascendería, respectivamente, al -10,5 % y al -12,6 %. En el caso de España, se pone aún en mayor medida de manifiesto que en el de otros países que, a pesar de que el origen de la crisis es una perturbación que en principio tiene un carácter transitorio, sus consecuencias tendrán un grado de persistencia relativamente elevado. En este sentido, el nivel de PIB proyectado al final de 2022 todavía se situaría, en el primer escenario, en torno a 2 puntos porcentuales (pp) por debajo del nivel previo a la pandemia, a finales del año pasado, y en más de 6 pp en el escenario menos favorable.

**EL EMPLEO AÚN SE SITUÓ EN SEPTIEMBRE UN 6,2% POR DEBAJO DE SU NIVEL HACE UN AÑO, CON CAÍDAS MUY ABULTADAS EN ALGUNAS RAMAS DE SERVICIOS** BANCO DE ESPAÑA  
EuroSistema



Fuente: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones

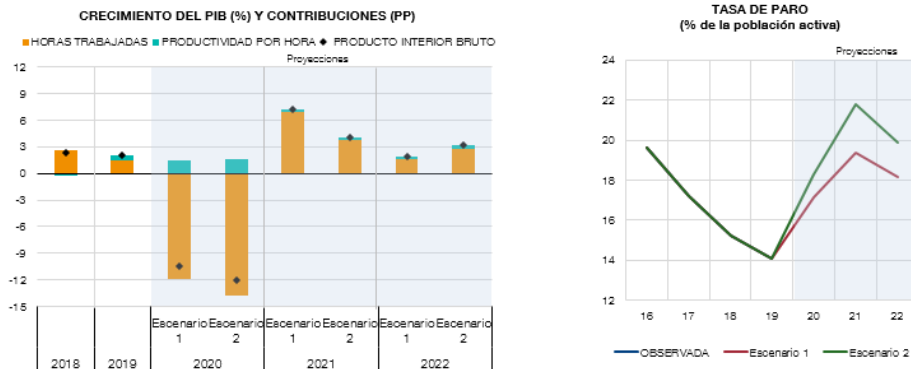
El impacto de la crisis sobre la utilización del factor trabajo está siendo muy severo. Una parte de este efecto se ha producido a través de la finalización de relaciones laborales, lo que ha hecho que, a finales de septiembre, la afiliación a la Seguridad Social fuera un 2,3 % inferior a la que había un año antes (casi 440.000 personas). Además, una parte aún mayor de la disminución en el uso de este factor productivo se ha materializado en forma del recurso a los expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE). De hecho, a finales de septiembre, todavía permanecían en situación de suspensión total o parcial de su actividad laboral casi 730.000 trabajadores (cifra aún muy elevada, si bien es cierto que es casi un 80 % inferior a los máximos de abril).

La serie de afiliación efectiva, construida descontando de las cifras de afiliados a la Seguridad Social los trabajadores en situación de ERTE, mostraba todavía, con datos medios mensuales, un descenso interanual del 6,2 % en septiembre, mes en el que se mantuvo la senda de progresiva recuperación observada desde mayo, aunque a un ritmo menor que en los meses previos. Además, la heterogeneidad es muy elevada por ramas

productivas. En comparación con el nivel previo a la crisis, los retrocesos son particularmente acusados, en términos porcentuales, en algunas actividades del sector servicios, como la hostelería, que se encuentran especialmente afectadas por las medidas de distanciamiento social. Además, en términos absolutos, el abultado descenso de la afiliación efectiva en esa rama es una manifestación de la importancia del turismo en la economía de nuestro país.

**SE ESPERA QUE EL EMPLEO SIGA UN PERFIL SIMILAR AL DEL PIB. LA TASA DE PARO SUPERARÍA EL 18% EN 2022 BAJO CUALQUIERA DE LOS ESCENARIOS CONSIDERADOS**

BANCO DE ESPAÑA  
Eurozona

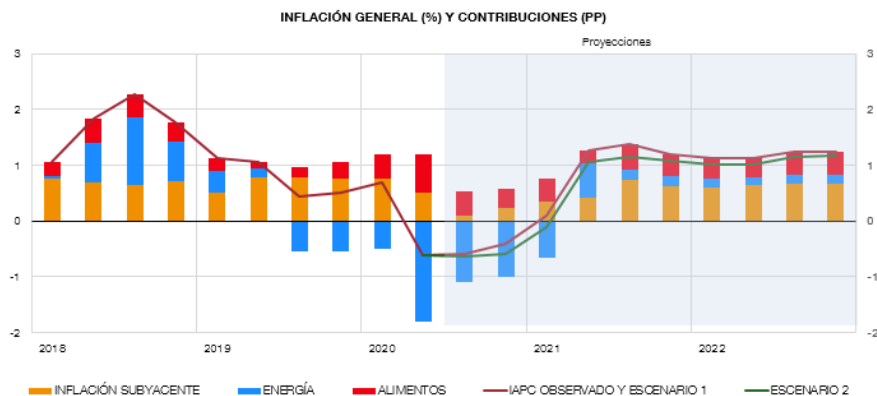


Fuentes: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística

En los próximos trimestres se espera que el empleo, en términos de horas trabajadas, siga un perfil muy similar al de la actividad económica y muestre caídas superiores al 10 % en 2020 y una recuperación posterior. Por lo que respecta al paro, su aumento se está viendo contenido a corto plazo por el recurso a los ERTE. De media anual, la tasa de desempleo aumentaría significativamente este año (hasta el 17,1 % de la población activa en el primer escenario y hasta el 18,6 % en el segundo) y también en 2021, antes de comenzar a descender en 2022 (período en el que, de media anual, se situaría en el 18,2 % y el 20,2 % en un escenario y otro).

**LA INFLACIÓN SE HA DESACELERADO CON INTENSIDAD. EL ELEVADO GRADO DE HOLGURA CÍCLICA HARÁ QUE SE MANTENGA REDUCIDA, AUNQUE CON UN PERFIL CRECIENTE**

BANCO DE ESPAÑA  
Eurozona



Fuentes: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística

En ambos escenarios se prevé que la inflación mantenga ritmos de avance moderados a lo largo del horizonte de proyección. La inflación subyacente ha experimentado una notable desaceleración en los últimos meses como consecuencia de la debilidad de la demanda a la que el Covid-19 ha dado lugar. En el futuro, la persistencia de un elevado grado de holgura cíclica hará que la inflación de los bienes industriales no energéticos y la de los servicios sigan mostrando tasas relativamente reducidas, aunque se espera que crecientes, hasta el final de 2022.

#### LOS RIESGOS QUE SUBYACEN A ESTOS ESCENARIOS SE MANTIENEN A LA BAJA

BANCO DE ESPAÑA  
Eurosistema

- Riesgos a la baja derivados de
  - Una eventual evolución más desfavorable de la pandemia que la incorporada en los escenarios
  - Un daño del tejido productivo superior al asumido
  - Un *brexít* sin acuerdo
  - Un potencial aumento de las tensiones comerciales
- En sentido contrario, los escenarios descritos no incorporan el impacto del uso del fondo de recuperación europeo

Los riesgos que subyacen a los escenarios para la actividad económica que el Banco ha publicado permanecen orientados a la baja y no se pueden descartar desarrollos más desfavorables que los contenidos en el segundo escenario, es decir, el más adverso de los dos considerados. En particular, no parece que podamos desechar, a la luz de la evolución reciente de la epidemia, el recurso adicional a medidas de contención más severas que las contempladas en los escenarios. Además, la incertidumbre acerca del plazo necesario para disponer de un tratamiento médico eficaz es elevada, y existen ciertos riesgos de que se demore hasta más allá de mediados del año próximo. Por último, en el plano exterior subsisten incertidumbres, en particular en torno a la posibilidad de que las negociaciones sobre el *brexít* concluyan sin un acuerdo al final del período transitorio o de que se recrudezcan las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China.

Sin embargo, como desarrollaré más adelante, la puesta en marcha del fondo europeo de recuperación *Next Generation Europe* (NGEU), que no se ha tenido en cuenta en los escenarios descritos, dada la todavía elevada falta de concreción de algunos rasgos básicos del programa, es un factor que opera en la dirección opuesta. En este sentido, el fondo europeo supone una importante reafirmación del proceso de construcción europea, del que, además, España sería uno de los Estados miembros potencialmente más beneficiados, dadas la gravedad comparativamente mayor del impacto del Covid-19 sobre nuestra economía hasta la fecha y la probabilidad elevada de que las secuelas tengan un carácter más persistente.

## 2 Los riesgos para la estabilidad financiera

El impacto sin precedentes que la pandemia ha tenido 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 —de las autoridades monetarias,



fiscales y supervisoras—, así como el efecto de la profunda reforma financiera internacional implementada en la última década, están ayudando a mitigar y 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 nos debe llevar 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 del efecto de la crisis sobre los distintos agentes de la economía —empresas no financieras, hogares, sectores inmobiliario y financiero, y Administraciones Públicas (AAPP)—.

En el caso de las **empresas no financieras**, estas afrontaban esta perturbación con una posición financiera más favorable que antes de la crisis financiera global. En concreto, habían reducido sustancialmente sus niveles de endeudamiento en los últimos años, 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.

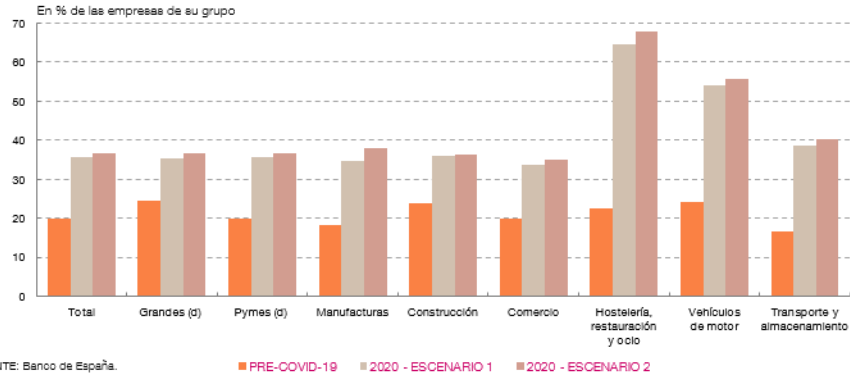
Sin embargo, la información correspondiente al primer semestre muestra que estas han visto reducida su rentabilidad de manera brusca. En concreto, la rentabilidad ordinaria media del activo (ROA) se redujo a la mitad, pasando de un 4 % a un 2 %, y aumentó el porcentaje de empresas con baja rentabilidad. 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 una evolución más desfavorable en las pymes, y especialmente las compañías de las ramas de hostelería, restauración y ocio, vehículos de motor, comercio, y transporte y almacenamiento.

Por su parte, las simulaciones sobre la evolución de la liquidez de las empresas, sobre la base de los escenarios macroeconómicos descritos anteriormente e incorporando el impacto de las medidas de política económica implementadas, permite anticipar que el porcentaje de empresas con necesidades de liquidez en el período que cubren el segundo y el cuarto trimestre de este año aumentaría como resultado de la pandemia casi 10 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 estas necesidades de liquidez. Concretamente, el saldo de crédito de las sociedades no financieras con las entidades de crédito nacionales aumentó a ritmos históricamente elevados, pasando de una contracción interanual del 1,1 % en febrero a una expansión interanual del 8,1 % en junio, si bien en julio este avance se moderó hasta el 7,2 %. Uno de los factores más relevantes en el alza del crédito de estos meses fue la activación progresiva de la línea de avales a sociedades no financieras y empresarios individuales del Instituto de Crédito Oficial, que favoreció especialmente a las pymes. De hecho, de los 174 mm de euros que se prestaron entre diciembre de 2019 y junio de 2020 a empresas no financieras a través de nuevas operaciones, 71,5 mm de euros (41 %) correspondieron a operaciones con aval.

**EL ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS HA AUMENTADO CON LA CRISIS, SOBRE TODO EN LAS PYMES Y EN LOS SECTORES MÁS AFECTADOS**

**EMPRESAS MÁS VULNERABLES DE ACUERDO CON LA RATIO DE DEUDA NETA SOBRE EXCEDENTES. PORCENTAJE (a) (b) (c)**



FUENTE: Banco de España.

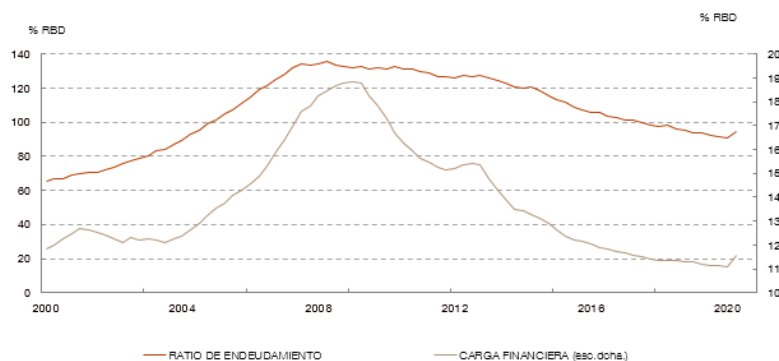
■ PRE-COVID-19 ■ 2020 - ESCENARIO 1 ■ 2020 - ESCENARIO 2

- a. Resultados obtenidos a partir de supuestos sobre escenarios alternativos.
- b. Se define como deuda neta a los recursos ajenos con coste minorados por el efectivo y otros activos líquidos equivalentes y por las inversiones financieras a corto plazo.
- c. Se define como empresas más vulnerables a aquéllas cuya ratio de deuda neta sobre excedentes es mayor que 100 con deuda neta positiva y resultados nulos o negativos. Excluye holdings y empresas del sector de servicios financieros.
- d. La definición de tamaños está en línea con la Recomendación de la Comisión Europea 2003/361/CE.

Como resultado, la ratio de endeudamiento agregada del sector en términos de 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 alguna medida cuando se incorporen los datos del PIB de los próximos trimestres, las simulaciones realizadas por el Banco de España también apuntan a un deterioro de la situación patrimonial, medida como la deuda neta sobre el activo neto de cada empresa, que sería mayor en el segmento de las pymes y en los sectores más afectados por la pandemia.

**TANTO LA DEUDA DE LOS HOGARES COMO SU CARGA FINANCIERA EN PORCENTAJE DE LA RENTA HA REPUNTADO EN LOS ÚLTIMOS TRIMESTRES**

**RATIOS DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA**



Fuentes: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística

En el caso de los **hogares**, como en el de las empresas, tras la pasada crisis financiera global su situación patrimonial 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 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 de 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 -0,8 % en julio, 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 renta bruta disponible (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 moderará 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.

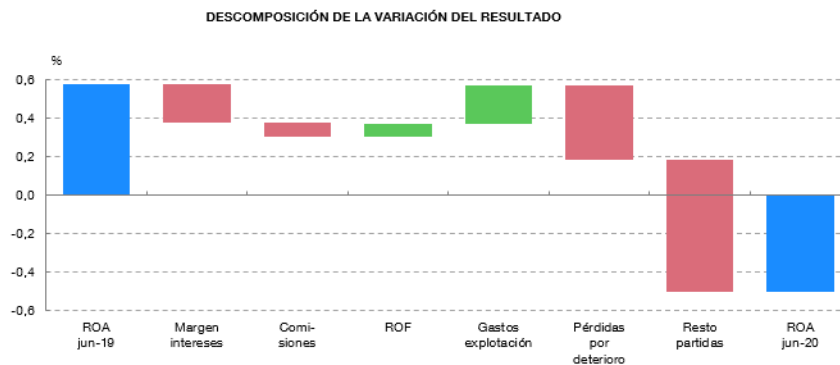
En este sentido, desde el punto de vista de la estabilidad financiera resulta muy relevante la heterogeneidad en la situación financiera de los hogares. Si se utiliza la Encuesta Financiera de las Familias del Banco de España, se encuentra que las industrias más golpeadas por la pandemia empleaban proporcionalmente 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 las industrias sociales 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 los trabajadores de las industrias sociales eran en 2017 más frágiles que las de los ocupados de las industrias regulares.

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.

## IMPACTO SIGNIFICATIVO EN LAS CUENTAS DE RESULTADOS DE LOS BANCOS EN EL PRIMER SEMESTRE

BANCODE ESPAÑA  
Eurosistema



FUENTE: Banco de España

En todo caso, las cuentas de resultados de los bancos se han visto ya negativamente afectadas. En concreto, en la primera mitad del año 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.

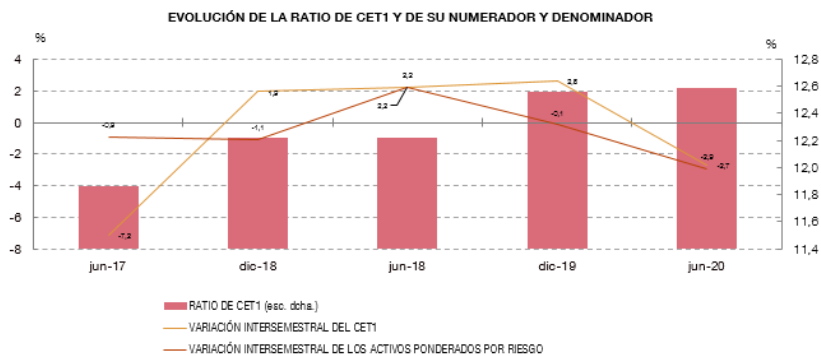
De hecho, el resultado neto para el conjunto del sistema bancario español habría sido positivo si no se tuviese en cuenta este deterioro de los fondos de comercio y otros ajustes extraordinarios. En todo caso, el deterioro de la rentabilidad se debió también a la mayor dotación de provisiones en anticipación 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 alguna 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, registrándose un leve repunte en el segundo trimestre que, dado el crecimiento elevado 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.

## EVOLUCIÓN DE LA SOLVENCIA BANCARIA

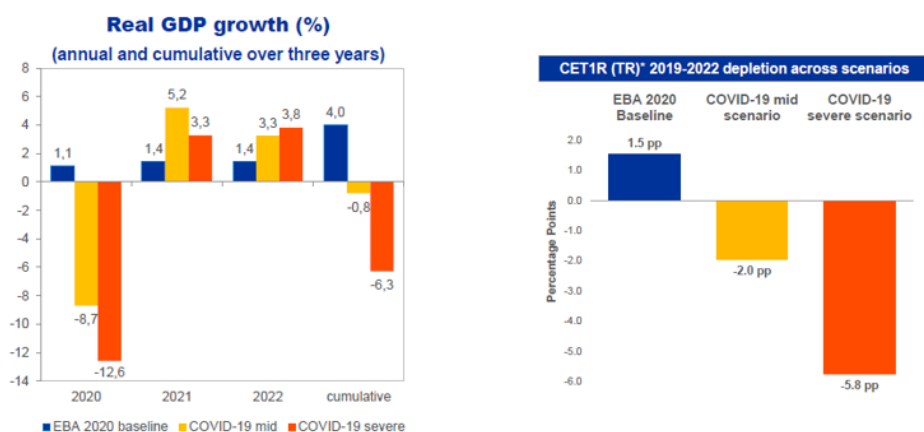
BANCO DE ESPAÑA  
Eurosisistema



FUENTE: Banco de España

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 ha 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 tener, de acuerdo con nuestros análisis, un impacto significativo sobre la solvencia de las entidades. Además, este impacto afectará de forma diferente a unas y otras, dependiendo tanto de su punto de partida como de su distinta exposición a los sectores más afectados por esta crisis.

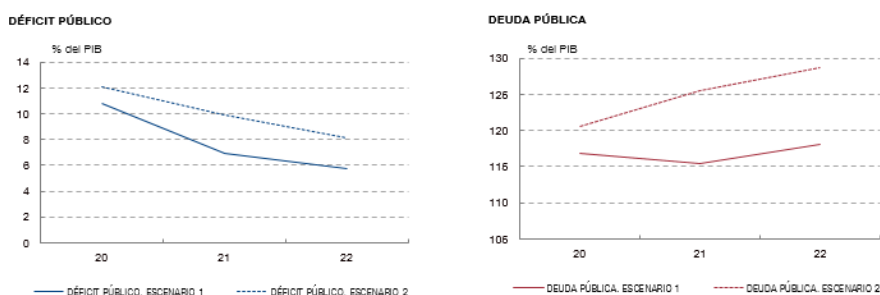


En este sentido, el BCE ha llevado a cabo recientemente un análisis de vulnerabilidad de las entidades bancarias bajo su supervisión, para contrastar, prospectivamente, la capacidad de resistencia de las entidades ante la perturbación que ha generado la pandemia. Los resultados de este ejercicio, que a continuación voy a referirles, no son cualitativamente muy distintos de los resultados provisionales que obtenemos 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 y que, como es habitual, remitiré a esta Cámara.

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 quedarían por debajo de los requerimientos prudenciales mínimos. Como saben, la probabilidad de ocurrencia de este escenario es baja, pero no desdeñable, por lo que, de materializarse, posiblemente sería necesario adoptar medidas adicionales a las ya implementadas. Luego volveré sobre esta cuestión.

PREVISIONES DEL BANCO DE ESPAÑA (a)



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.

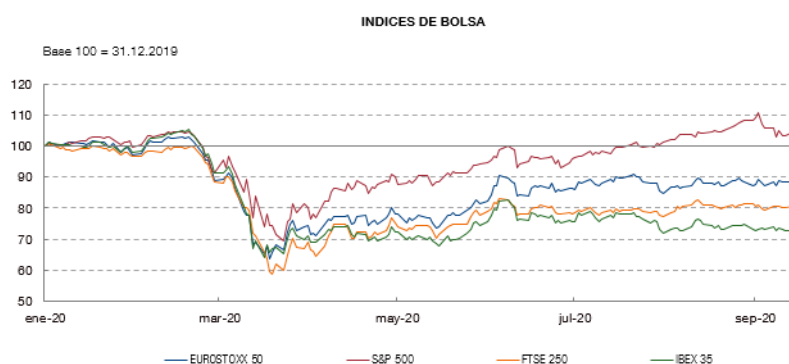
FUENTE: Banco de España

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 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 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 el trimestre previo, condicionada por la fuerte contracción del producto. La deuda externa bruta de la nación se elevó en 56,8 mm en el segundo trimestre de 2020, debido únicamente a los efectos 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 del mercado inmobiliario.

En el primer caso, es evidente que esta crisis también está teniendo 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 alcancen 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 (JERS) 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

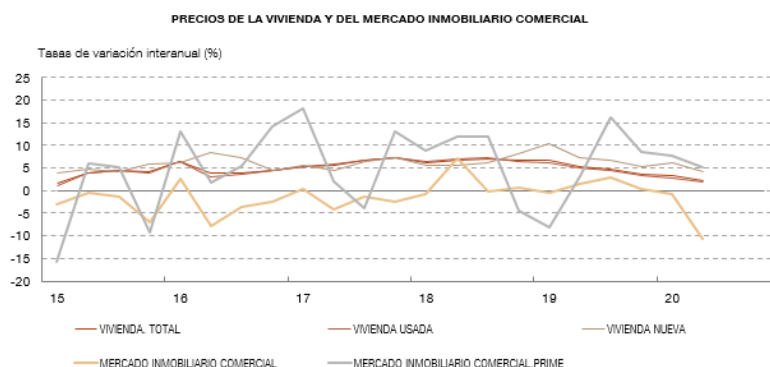


considerados como sensibles ante el Covid-19. Una rebaja masiva de los *ratings* de estas empresas que les hiciera perder la condición de grado de inversión implicaría unas importantes pérdidas potenciales para el conjunto del sistema financiero de la Unión Europea (UE).

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.

**MERCADO INMOBILIARIO: AJUSTE A LA BAJA EN EL NÚMERO DE TRANSACCIONES DE VIVIENDA, MIENTRAS LAS VALORACIONES HAN PRESENTADO MAYOR GRADO DE RESISTENCIA**

BANCO DE ESPAÑA  
Eurosistema



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística y Colegio de Registradores

En el caso del **mercado inmobiliario**, la posición de partida de este sector era indudablemente menos vulnerable que en la anterior crisis, tras un ajuste muy significativo de la inversión en vivienda y de los precios de la vivienda en la última década, así como un peso en la concesión de hipotecas de operaciones con un alto apalancamiento mucho más reducido en el período posterior a 2008.

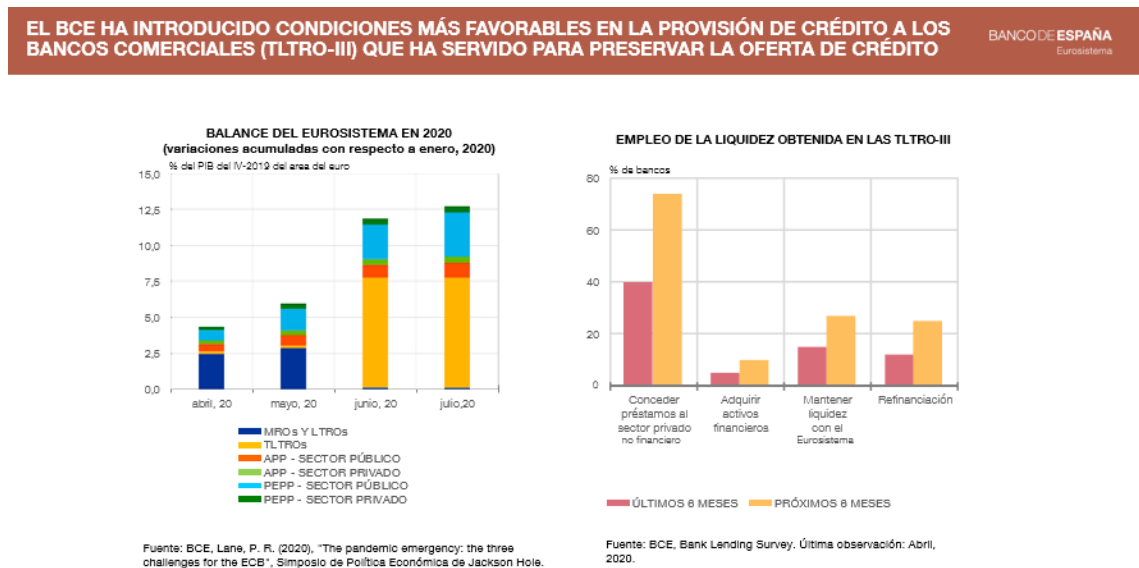
La evolución de este mercado durante esta crisis está siendo también muy heterogénea por países. En el caso de España, el ajuste a la baja en el número de transacciones y en la actividad dentro del segmento residencial ha sido muy significativo. Sin embargo, las valoraciones han presentado mayor grado de resistencia, aunque tradicionalmente los precios de los activos reales tardan más en ajustarse que en el caso de los activos financieros. Por su parte, los precios del segmento de propiedades no residenciales (esto es, oficinas, naves de almacenamiento o locales comerciales) están mostrando un comportamiento dicotómico entre las zonas principales, donde los precios se mantienen, y el resto de las áreas, donde ya se observan reducciones significativas. En cualquier caso, el grado final de reactivación del sector una vez que finalice la crisis sanitaria dependerá de

hasta qué punto los efectos económicos y financieros adversos sean más o menos persistentes.

### 3 La respuesta de la política económica

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

#### 3.1 La política monetaria



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. Esta reacción enérgica y contundente del BCE ha resultado crucial a la hora de hacer frente al endurecimiento de las condiciones financieras observado en las fases iniciales de la crisis pandémica y, de esta forma, evitar un efecto más grave de esta sobre la economía real.

Merece la pena reflexionar hoy acerca del motivo que llevó al BCE a adoptar sus medidas, revisar su progreso y, por último, analizar sus efectos financieros y macroeconómicos, tanto en España como en el área del euro en su conjunto.

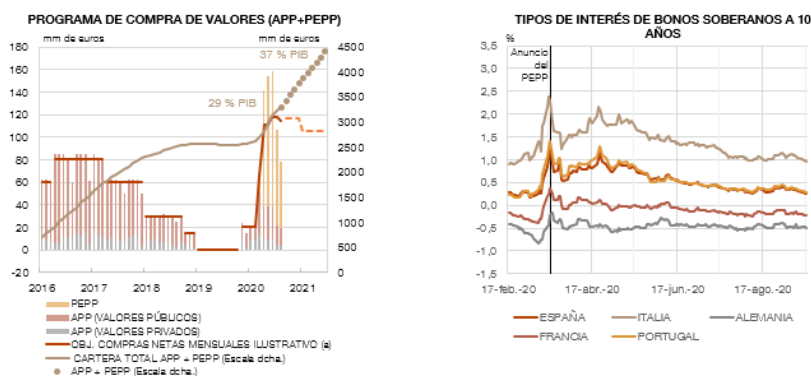
La irrupción del Covid-19 en el área del euro se produjo en un contexto de baja inflación y amplio estímulo monetario, con los tipos de interés de referencia en mínimos históricos, nuevas compras netas de activos bajo el programa denominado APP (por sus siglas en inglés) y un calendario establecido de operaciones de refinanciación a plazo más largo con objetivo específico, las denominadas "TLTRO-III". Desde el principio, el BCE se enfrentó a tres retos importantes derivados de la pandemia: primero, estabilizar los mercados financieros en toda el área del euro, evitando dinámicas de fragmentación financiera entre países; segundo, proteger la oferta de crédito bancario, especialmente importante para la financiación de hogares y pymes, y, tercero, intentar neutralizar las presiones a la baja sobre

la inflación derivadas de la crisis del Covid-19, conforme al mandato de estabilidad de precios asignado al BCE por los tratados de la Unión. Ante esta situación, el BCE adoptó una serie de medidas que pueden agruparse en dos grandes bloques. En primer lugar, aquellas orientadas a favorecer la provisión de crédito bancario a la economía real. En segundo lugar, las referidas a los programas de compra de activos.

Comenzando con el primer bloque, el BCE aprobó una amplia 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. Entre ellas destacan las mejoras introducidas en las condiciones de las operaciones TLTRO-III. Estas operaciones han permitido a los bancos obtener financiación a largo plazo a tipos de interés ventajosos, que de forma temporal pueden ser tan bajos como el  $-1\%$ , siempre y cuando los bancos participantes mantengan su provisión de crédito a la economía real en el contexto de la crisis del Covid-19. Para potenciar esta medida, el BCE relajó además los criterios de admisión de los activos de garantía que los bancos deben presentar en las operaciones de refinanciación, ampliando así el volumen de fondos que pueden obtener en dichas operaciones.

Estas medidas han sido muy exitosas. En la operación TLTRO-III de junio, los bancos participantes recibieron liquidez por un importe total de 1,31 billones de euros, récord histórico en las operaciones de refinanciación del Eurosistema. La evidencia disponible sugiere que los bancos participantes estarían usando una parte importante de la financiación recibida para continuar proporcionando liquidez a la economía real. En definitiva, las medidas del BCE en el ámbito de sus operaciones de refinanciación están desempeñando un papel importante a la hora de preservar la oferta de crédito bancario en un contexto económico tan difícil como el actual, contribuyendo a mantener los tipos de interés de los préstamos bancarios en niveles históricamente bajos, así como al vigor mostrado por las nuevas operaciones de préstamos bancarios desde el comienzo de la crisis. De hecho, en el caso español el volumen de crédito al sector privado no financiero ha vuelto a expandirse tras diez años de desapalancamiento, llegando a experimentar un avance interanual del  $2,5\%$  en los meses de verano.

Es importante destacar que, además de las medidas del BCE, el flujo de financiación bancaria a la economía durante esta crisis se ha visto favorecido también tanto por los programas de avales públicos implementados por los Gobiernos nacionales como por las decisiones de las autoridades macro- y microprudenciales encaminadas a permitir a las entidades financieras el uso de sus colchones de capital. En particular, los programas de avales públicos ayudarían a explicar el comportamiento dispar del crédito entre hogares y empresas en España: mientras que en el primer caso ha aumentado ligeramente su ritmo de descenso, por lo que respecta a las actividades productivas ha avanzado a tasas superiores al  $7\%$ . Más del  $40\%$  del crédito nuevo concedido a empresas se enmarca dentro del programa de avales, lo que refleja su relevancia a la hora de explicar esa evolución.



FUENTES: BCE, Thomson Reuters Datastream. Última observación: panel izquierdo, agosto, 2020; panel derecho, 15/09/2020.  
a. En el objetivo de compras netas mensuales a partir de septiembre de 2020 (línea azul discontinua), a los 20 mm € mensuales aprobados el año anterior se ha añadido el importe mensual correspondiente a las compras netas adicionales de 120 mm € del APP (aprobadas el 12 de marzo) y de 1350 mm € correspondientes al nuevo programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, aprobado el 18 de marzo y extendido y aumentado el 4 de junio) que se realizarán hasta junio de 2021, según el supuesto, a modo ilustrativo, de reparto uniforme de dichas compras hasta junio de 2021 (en la práctica las compras podrán distribuirse de forma flexible en el tiempo).

El BCE aprobó asimismo un segundo bloque de medidas, relativas a los programas de compra de activos, destinadas a estabilizar los mercados financieros en todos los países del área y neutralizar las presiones a la baja sobre la inflación derivadas de los efectos contractivos de la pandemia. Desde finales de febrero se había producido un endurecimiento de las condiciones financieras en el área del euro, incluyendo un fuerte aumento de los diferenciales de riesgo de la deuda soberana y corporativa. El aumento de estos diferenciales suponía un alza en el coste de financiación de Gobiernos y empresas, actuando de correa de transmisión de la crisis pandémica a la economía real.

Estos diferenciales no aumentaron de forma homogénea en el área del euro: aquellos países que partían de posiciones fiscales más débiles, con mayores niveles de deuda, o que se vieron más afectados por la primera ola de la pandemia, experimentaron un aumento mucho más pronunciado de sus costes de financiación. Esta fragmentación financiera entre países dificultaba la transmisión de la política monetaria común a toda el área del euro, amenazando incluso con una reedición de la crisis de deuda soberana de 2012.

Ante esta situación, el BCE anunció en marzo el lanzamiento de un nuevo programa de compra de activos financieros (PEPP, por sus siglas en inglés). 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

El PEPP se anunció inicialmente con un volumen de compras para todo 2020 de 750 mm de euros y se extendió en junio tanto en plazo, hasta al menos junio de 2021, como en volumen, con 600 mm de euros adicionales, alcanzando así los 1,35 billones de euros.

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 de sostenimiento de rentas de hogares y empresas sin precedentes.

Siendo importante el impacto del PEPP y del resto de las medidas sobre las condiciones financieras, es importante intentar valorar su efecto sobre la actividad económica y, por ende, la inflación del área del euro, dado el mandato de estabilidad de precios del BCE. Si bien es pronto aún para valorar la efectividad macroeconómica del programa, las estimaciones preliminares de los expertos del Banco de España sugieren que el PEPP tendría efectos positivos considerables sobre la tasa de crecimiento del PIB, el empleo y la inflación, tanto en el conjunto del área del euro como en nuestro país. De hecho, el impacto acumulado sobre el crecimiento del PIB sería algo mayor en el caso de la economía española, debido principalmente a que el programa habría reducido en mayor medida el coste de la deuda soberana de España<sup>3</sup>.

No obstante, es difícil cuantificar el verdadero grado de deterioro financiero y económico que se habría producido de no haberse llevado a cabo el PEPP, ya que uno de los principales efectos de las decisiones de política monetaria ha sido evitar disrupciones severas en los mercados financieros que podrían haber generado una crisis económica aún más profunda y persistente, con efectos potencialmente graves sobre la estabilidad de los mercados de capitales.

En conclusión, las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE en respuesta a la crisis del Covid-19 han tenido un efecto estabilizador en las condiciones financieras, así como en la actividad económica, en España y en el área del euro en su conjunto.

**LA POLÍTICA MONETARIA DEBERÁ MANTENER UN ESTÍMULO SIGNIFICATIVO E INCLUSO AUMENTARLO, SI FUERA NECESARIO**

BANCO DE ESPAÑA  
Eurosistema

- La fragilidad y 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
  - La política monetaria deberá mantener un estímulo monetario significativo hasta que logremos que la recuperación sea sólida
  - 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
  - Resulta crucial mantener la flexibilidad en la ejecución de nuestros programas de compra de activos para evitar que aparezcan problemas de fragmentación financiera

De cara al futuro, la fragilidad y 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. Debemos 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.

<sup>3</sup> Véase P. Aguilar, Ó. Arce, S. Hurtado, J. Martínez-Martín, G. Nuño y C. Thomas (2020), *La respuesta de la política monetaria del Banco Central Europeo frente a la crisis del Covid-19*, Documentos Ocasionales, n.º 2026, Banco de España.

Asimismo, resulta crucial mantener la flexibilidad en la ejecución de nuestros programas de compra de activos para evitar que aparezcan problemas de fragmentación financiera.

### 3.2 Las políticas macro- y microprudenciales

#### COMPENDIO DE LAS MEDIDAS PRUDENCIALES ADOPTADAS POR LAS AUTORIDADES

BANCO DE ESPAÑA  
Eurosistema

- Se han adaptado los procesos supervisores (e.g. el retraso en el calendario de la aplicación de Basilea 3) para liberar recursos operativos de las entidades que puedan ser orientados a garantizar la continuidad de negocio
  - Se ha reafirmado el compromiso de todas las jurisdicciones para la transposición plena, consistente y a tiempo, en el nuevo calendario, de la normativa de Basilea 3
- Los requisitos supervisores han sido ajustados de forma que las entidades puedan hacer uso efectivo de los colchones disponibles para absorber pérdidas inesperadas asociadas a la pandemia
  - las entidades contarán con un tiempo dilatado para la posterior reconstrucción de los mismos en caso de ser utilizados
- Las autoridades responsables de la regulación contable, nacionales e internacionales, han emitido diferentes comunicados adaptando el marco regulador de la información financiera a la crisis del Covid-19 para evitar excesiva proclividad
  - Deben seguirse las guías supervisoras, que establecen que las medidas adoptadas en esta área no deben dificultar la medición de deterioros efectivos y la dotación de coberturas razonables por riesgo de crédito
- Se ha recomendado a las entidades la eliminación temporal del reparto de dividendos y la aplicación de criterios prudentes en la retribución variable a los empleados
  - Estas medidas se revisarán antes de finalizar el año pero, la política de distribución de dividendos y de remuneraciones de las entidades deberá seguir siendo muy prudente hasta que no se consolide una recuperación económica sólida
- Varios países europeos han liberado su CCA y adoptado medidas macroprudenciales adicionales como respuesta a la crisis del Covid-19
  - En España este colchón se ha mantenido en 0% y se ha anunciado que se mantendrá ahí por un periodo de tiempo prolongado

Las distintas autoridades nacionales e internacionales con competencias prudenciales — entre las que se incluyen el Banco de España, el BCE, la Autoridad Bancaria Europea, la JERS, la Junta Única de Resolución (JUR) y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés)— han adoptado numerosas decisiones durante esta crisis 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 que puedan ser orientados a garantizar la continuidad de negocio, a la vez que se han pospuesto todos aquellos cambios regulatorios que suponían un aumento de los requerimientos para las entidades. En este sentido, el BCBS, que tengo el honor de presidir, ha decidido retrasar un año (de 2022 a 2023) la implantación de la metodología revisada de identificación de las entidades de importancia sistémica mundial y también la plena implementación de Basilea III. Adicionalmente, el BCBS ha aplazado la finalización del período transitorio para el suelo a los requerimientos de capital por modelos internos hasta el 1 de enero de 2028. En todo caso, el BCBS ha confirmado el compromiso de todas las jurisdicciones para la transposición plena, consistente y a tiempo, en el nuevo calendario, de la normativa de Basilea III.

En segundo lugar, en materia contable se han clarificado algunos aspectos de la aplicación de la normativa vigente para el cálculo del riesgo de crédito con el objetivo de impedir que los eventuales retrasos temporales de los prestatarios en la devolución de los créditos reciban el mismo tratamiento que si se tratara de un deterioro permanente en la calidad de los préstamos. Esto último conduciría a un ajuste instantáneo y abrupto de las calificaciones crediticias y, por tanto, a un aumento de las provisiones requeridas, que, en último término, llevarían a un ajuste a la baja en el crédito concedido por las entidades. Como contrapartida,

es necesario evitar, en particular en un contexto de una prolongación de la crisis, que un mal uso de esta flexibilidad conduzca a prácticas contables inadecuadas que se traduzcan en una demora en el reconocimiento del deterioro efectivo de la calidad de algunas exposiciones crediticias. En este sentido, deben seguirse las guías supervisoras, que establecen que las medidas adoptadas en esta área no deben dificultar la medición de deterioros efectivos y la dotación de coberturas razonables por riesgo de crédito, y deben proporcionar a las entidades los incentivos necesarios para el mantenimiento de unos estándares adecuados.

Por otro lado, las autoridades han dictaminado que las entidades puedan hacer un uso efectivo de los colchones de capital disponibles para absorber pérdidas inesperadas. En particular, el BCE comunicó que va a permitir de manera temporal a las entidades significativas (bajo su supervisión directa) operar por debajo del nivel fijado para algunos requerimientos, como el colchón de conservación de capital, la recomendación de Pilar 2 y la ratio de cobertura de liquidez. La JUR también aclaró que utilizará una aproximación prospectiva para supervisar el cumplimiento del MREL y que este requerimiento no limite el uso de los colchones de capital liberados por las autoridades macro- y microprudenciales. También se ha anunciado que las entidades contarán con un tiempo dilatado para la posterior reconstrucción de estos en caso de que sean utilizados. El Banco de España trasladó a todas las entidades que supervisa directamente las distintas medidas de alivio de los requerimientos de capital y liquidez. Por su parte, en las decisiones trimestrales hemos mantenido el colchón de capital anticíclico en el 0 % y hemos comunicado que prevemos no aumentarlo mientras la economía española no se haya recuperado del impacto de la crisis.

En tercer lugar, las autoridades financieras, incluido el Banco de España, 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. Estas medidas se revisarán antes de finalizar el año, pero, en cualquier caso, la política de distribución de dividendos y de remuneraciones de las entidades deberá seguir siendo muy prudente hasta que no se disipe la incertidumbre actual y se consolide una recuperación económica sólida.

Por su parte, la UE ha aprobado un paquete de medidas destinado a alentar que los bancos hagan pleno uso de la flexibilidad incorporada en el marco prudencial y contable europeo y a introducir una serie de ajustes a la regulación aplicable para facilitar el crédito bancario a hogares y empresas. En este conjunto de medidas se incluye lo que denominada un ajuste rápido (*Quick Fix*) a la regulación de requerimientos de capital, que incluye la adaptación del factor de apoyo a pymes en el cálculo de activos ponderados por riesgo, la aplicación de un filtro prudencial sobre las variaciones de valor de instrumentos de deuda soberana y la revisión del tratamiento prudencial transitorio a los deterioros por riesgo de crédito.

Esta respuesta de las autoridades prudenciales, acompañada de las medidas de política monetaria y fiscal adoptadas, ha permitido absorber el impacto inicial del *shock* e impedido la materialización de un riesgo sistémico en el sistema financiero que hubiera acentuado aún más la crisis y la hubiera hecho más persistente.

Sin embargo, en el contexto de recuperación desigual e incierta que he descrito con anterioridad no se puede descartar ni que se materialicen los riesgos identificados ni que su impacto y persistencia sean mayores de lo esperado. En este sentido, en el ámbito bancario la respuesta ante la posible materialización de estos riesgos solo puede ser europea, dado el compromiso con la Unión Bancaria.

## OTRAS MEDIDAS POTENCIALES ADICIONALES EN EL ÁMBITO EUROPEO

BANCO DE ESPAÑA  
Eurosisistema

- Mejora de la eficiencia del sector bancario europeo
  - Reducción de costes
  - Inversión en digitalización y explotación de la información para proporcionar un servicio de mayor calidad a sus clientes
  - Procesos de consolidación que favorezcan el fortalecimiento de las entidades y del sistema en su conjunto
- Completar la Unión Bancaria
  - Establecer un Fondo de Garantía de Depósitos Europeo plenamente mutualizado
  - Homogeneización de los regímenes de liquidación y liquidación administrativa de las entidades de crédito
- Otras medidas europeas si se materializan los escenarios más adversos
  - Adaptación de la Resolución bancaria ante situaciones de crisis sistémicas
  - Analizar el posible papel de las compañías de gestión de activos en condiciones de deterioro severo de los balances de las instituciones financieras europeas
- Las autoridades económicas y supervisoras deberemos seguir ejerciendo una vigilancia estrecha sobre las entidades y los mercados financieros, para que sigan facilitando el necesario flujo de crédito a la economía, y sobre los riesgos para la estabilidad financiera surgidos como consecuencia de esta crisis, seguir adoptando medidas para mitigarlos y, por supuesto, estar dispuestos para dar una respuesta europea adecuada en caso de que estos se materialicen.
- Todos debemos compartir el objetivo de evitar que la crisis actual pueda acabar dando lugar a un endurecimiento generalizado de las condiciones de financiación o dañando gravemente nuestro sistema financiero.

En esta respuesta, la culminación de 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. Además, resulta prioritario analizar la adecuación de la normativa de resolución y liquidación europea a una hipotética crisis sistémica o el posible papel de las compañías de gestión de activo 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. Este procedimiento se beneficiaría de los instrumentos desarrollados para la resolución de entidades de crédito, con el fin de maximizar el valor de realización de los activos financieros que componen el grueso de los balances bancarios. 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. Por ello sería conveniente avanzar en la determinación de un mecanismo administrativo para la liquidación de entidades de crédito que maximice la preservación de valor y reduzca los plazos y los costes del actual procedimiento concursal.

Por otra parte, con independencia del escenario futuro, la actual crisis supone un reto adicional para la rentabilidad del sector bancario europeo, que ya se encontraba en niveles muy reducidos con anterioridad. Para afrontar este reto, las entidades deben profundizar en la mejora de su eficiencia. Y esto no pasa solo por reducir los costes, sino también por realizar las inversiones necesarias en digitalización y explotación de la información para proporcionar un servicio de mayor calidad a sus clientes, a la vez que expanden actividades más rentables manteniendo un estricto control sobre los riesgos asumidos. Solo esto



permitirá a las entidades afrontar el reto adicional que supone la potencial entrada de nuevos competidores, como las *BigTechs*, en el mercado de crédito.

Por otra parte, 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. Debo recordarles que, como he manifestado en varias ocasiones, las operaciones corporativas son responsabilidad de los equipos gestores y los accionistas. Y el papel de los supervisores bancarios, del Banco de España y del BCE en el marco de los equipos de supervisión conjunta del Mecanismo Único de Supervisión es analizar la viabilidad de los proyectos de fusión que se nos presenten y, llegado el momento, vigilar su adecuada ejecución. Como no puede ser de otra manera, en nuestra valoración analizaremos las operaciones frente a los objetivos de política pública que tenemos asignados como supervisores que debemos velar por la solvencia de las entidades y la estabilidad financiera. En este sentido, querría destacar el ejercicio de transparencia que ha acometido el BCE sometiendo a consulta pública previa a su aprobación su *Guía sobre el enfoque supervisor ante las consolidaciones en el sector bancario*, que precisamente tiene como objetivo dar mayor previsibilidad al mercado sobre las acciones supervisoras y ayudar así a las entidades bancarias a diseñar proyectos de fusión prudencialmente sólidos y que la entidad resultante tenga un plan de negocio que, con una adecuada ejecución, aporte más valor.

En suma, las autoridades económicas y supervisoras deberemos seguir ejerciendo una vigilancia estrecha sobre las entidades y los mercados financieros, para que sigan facilitando el necesario flujo de crédito a la economía, y sobre los riesgos para la estabilidad financiera surgidos como consecuencia de esta crisis, seguir adoptando medidas para mitigarlos y, por supuesto, estar dispuestos para dar una respuesta europea adecuada en caso de que estos se materialicen. Creo que todos debemos compartir el objetivo de evitar que la crisis actual pueda acabar dando lugar a un endurecimiento generalizado de las condiciones de financiación o dañando gravemente nuestro sistema financiero.

### 3.3 El resto de las políticas económicas

#### LA ACTUACIÓN DE LA POLÍTICA FISCAL

BANCO DE ESPAÑA  
Eurozona

- La **política fiscal** constituye la primera línea de defensa frente a las consecuencias de la pandemia:
- Parece adecuado **mantener medidas de apoyo**, para evitar que la suspensión temporal de la actividad acabe convirtiéndose en una destrucción permanente de tejido productivo -> Su retirada prematura tendría costes mayores que los derivados de mantenerlas hasta que la actividad dé muestras de solidez
- Las medidas habrán de ser **más focalizadas**, de modo que se encaucen hacia los sectores y empresas afectados más directamente por las restricciones a la actividad
- En paralelo, la identificación de los posibles cambios (teletrabajo, digitalización, entre otros) y daños estructurales (destrucción de empresas, incremento del endeudamiento y la desigualdad) resulta crucial. La política económica no puede sostener indefinidamente a un sector que estructuralmente va a reducir su nivel de actividad. En este caso, la acción 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
- No se puede excluir la necesidad de rediseñar los instrumentos y/o complementarlos con otros nuevos:
  - **En el caso de los avales crediticios:**
    - *Posible necesidad de complementarlos con ayudas directas/inyecciones temporales de capital*
    - *Es preciso facilitar un funcionamiento más ágil de los procedimientos de reestructuración de deudas*
  - **En el caso de los ERTES:** combinar su posible extensión con una mejora de las políticas activas de empleo y el correcto funcionamiento de los diferentes mecanismos de flexibilidad de los que las empresas disponen en el actual marco laboral
- Para dotarnos del espacio fiscal que permita incrementar las medidas de apoyo en caso de que así lo requiera la evolución de la pandemia se necesita ejecutar con decisión la agenda de reformas, planear el proceso de consolidación fiscal y tener instrumentos de apoyo más flexibles y focalizados.

El hecho de que me haya referido en primer lugar al papel que, en el combate de la crisis, han desempeñado las políticas macro- y microprudenciales y la política monetaria, instrumentos que, por otra parte, son aquellos que caen dentro del ámbito de actuación de la institución que encabezo, no quiere decir, en modo alguno, que el papel de la política fiscal no esté siendo relevante. Al contrario, me parece que **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.

Y 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 lado, desde el inicio del período de hibernación inducida de la economía, se han desplegado distintas actuaciones encaminadas a suplir la pérdida de rentas laborales e 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 por 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.

En la actual fase de reactivación paulatina de la economía no solo persisten todavía restricciones en algunas parcelas de actividad, sino que, como estamos viendo, se está revelando necesario reintroducir algunas otras como consecuencia de los nuevos brotes de la enfermedad, por lo que parece adecuado mantener medidas de apoyo de esta naturaleza, para evitar que la suspensión temporal de la actividad acabe convirtiéndose en una destrucción permanente de tejido productivo. Su retirada prematura tendría unos perjuicios que exceden los posibles costes de mantenerlas hasta que la recuperación dé muestras de suficiente solidez. Sin embargo, dado que existe una elevada heterogeneidad

en los efectos de esta crisis, en particular en esta fase de recuperación, las medidas de apoyo deben estar ahora mucho más focalizadas y ajustarse temporalmente a la duración de la crisis.

En paralelo, existen ya indicios de que la pandemia puede generar algunos cambios estructurales, aunque estos sean difíciles de delimitar en toda su extensión en estos momentos.

De un lado, la pandemia ha provocado cambios notables tanto en el comportamiento de los agentes económicos como en lo relativo a la intensidad del teletrabajo y, con carácter general, a la aplicación de las nuevas tecnologías en diferentes ámbitos. Estos cambios, en la medida en que se confirmen como estructurales, generarán modificaciones en las pautas de consumo y producción a las que será necesario adaptarse. 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 habían pasado relativamente desapercibidas en los últimos años, que pueden generar cambios significativos en las relaciones comerciales entre países en los próximos años.

Por otro lado, en esta fase se están haciendo ya visibles los efectos desiguales que la crisis está teniendo en los diferentes sectores, tipos de empresas y grupos de población. En la medida en que la duración de la crisis se alargue, algunos de estos daños pueden convertirse en permanentes. En este sentido, a pesar del amplio abanico de medidas aprobadas, un número muy significativo de empresas ya se han dado de baja en los registros de la Seguridad Social. En concreto, 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, lo que supone un descenso del 6,1 %, en tasa interanual, en septiembre<sup>4</sup>. Es altamente probable que los datos del tercer trimestre confirmen también un incremento del paro de larga duración. Y, como señalaba con anterioridad, la crisis está afectando en mayor medida a trabajadores con salarios bajos y situación patrimonial más frágil, lo que puede llevar a un incremento de la desigualdad. Además, ya podemos anticipar que tanto el sector público como una parte del sector privado saldrán de esta crisis con unos niveles de endeudamiento significativamente más elevados.

La identificación temprana de estos cambios y daños estructurales y la comprensión de sus implicaciones para el conjunto de la economía, así como para determinados sectores, empresas o segmentos de la población, resulta crucial. La política económica no puede sostener indefinidamente a un sector que estructuralmente va a reducir su nivel de actividad. Por el contrario, 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.

En definitiva, el diseño de las medidas de política económica debe adaptarse a las circunstancias cambiantes de la propia crisis. El acierto, en los próximos trimestres, en ir

---

<sup>4</sup> Esta evolución supone una cierta recuperación desde los mínimos alcanzados en abril (-10,5 %). La evidencia disponible de episodios de crisis anteriores, que debe interpretarse con cautela al referirse a fases recesivas muy diferentes de la actual, sugiere que hay un riesgo apreciable de que la disminución del número de empresas registradas en los últimos meses pueda acabar causando un deterioro permanente del tejido productivo español. En particular, en el pasado se ha observado una correlación relativamente elevada entre el aumento de las bajas de empresas en la Seguridad Social y el incremento del número de empresas en concurso de acreedores.

recalibrando las medidas de apoyo para que vayan acomodándose en cada momento a las necesidades derivadas de la evolución de la pandemia dará la medida del juicio que tengamos dentro de unos años acerca del éxito con el que las políticas económicas fueron capaces hoy de abordar esta crisis.

Este espíritu de necesaria adaptación ante unas circunstancias sometidas a cambios continuos ha inspirado el reciente pacto entre el Gobierno y los agentes sociales para la **renovación de los ERTE** hasta el 31 de enero de 2021. Con esta filosofía, el acuerdo ha introducido nuevas modalidades de suspensión transitoria de las relaciones laborales en respuesta a las eventuales limitaciones a la actividad que, con carácter parcial o total, pudieran surgir como consecuencia de la introducción de nuevas medidas de contención de la pandemia.

Una dimensión concreta del necesario rediseño de estos mecanismos viene dada por su enfoque más selectivo, de modo que las medidas de protección se encaucen hacia los sectores y las empresas más directamente afectados por las restricciones a la actividad inducidas por los desarrollos de la enfermedad, aspecto que también ha estado presente en la última extensión de los ERTE. La motivación para este diseño más focalizado es doble. En primer lugar, los recursos públicos son limitados y ya se encuentran sujetos a un grado de presión considerable, lo que aconseja que se dirijan hacia aquellos usos para los cuales su retorno es más elevado. En segundo lugar, si estos programas se prolongaran por un período muy dilatado de tiempo en el conjunto de sectores y empresas de la economía, podrían acabar entorpeciendo una eventual reasignación de los recursos productivos que pudiera revelarse necesaria tras la crisis. Encontrar el equilibrio correcto entre seguir proveyendo los necesarios elementos de protección y mantener un grado suficiente de selectividad en ellos exigirá, en los próximos trimestres, la evaluación y la adaptación prácticamente continuas de estos instrumentos.

En paralelo, para facilitar los ajustes estructurales de la actividad, debería asegurarse el correcto funcionamiento de los diferentes **mecanismos de flexibilidad** de los que las empresas disponen en el actual marco laboral, algo que resulta particularmente adecuado en un contexto, como el que he descrito, cambiante y rodeado de una gran incertidumbre.

Pero, además de reorientarse hacia determinados grupos de agentes, una faceta adicional de los cambios que podrían ser necesarios de cara al futuro en el diseño de las medidas de apoyo a hogares y empresas tiene que ver con los instrumentos concretos utilizados. En particular, hay que tener en cuenta que algunas de las medidas de apoyo a las sociedades no financieras que se han desplegado hasta ahora, como los avales a los préstamos bancarios, implican un aumento de las obligaciones financieras futuras de las empresas. En una situación de fuerte caída de ingresos, el **crédito avalado** se ha revelado como un instrumento de enorme utilidad a corto plazo. No es descartable que pueda ser necesario ampliar estas líneas en el futuro, dependiendo de la evolución de la pandemia y sus efectos económicos. Sin embargo, hay que reconocer que la prolongación en el tiempo de este tipo de ayudas supone una acumulación de deuda que podría llegar a traducirse en algunos casos en un deterioro de la solvencia, especialmente en el caso de aquellas empresas que operan en los sectores más afectados por la perturbación<sup>5</sup>. Por este motivo, tendría sentido

---

<sup>5</sup> Véase R. Blanco, S. Mayordomo, A. Menéndez y M. Mulino (2020), *Las necesidades de liquidez y la solvencia de las empresas no financieras españolas tras la perturbación del Covid-19*, Documentos Ocasionales, n.º 2020, Banco de España.

valorar la posibilidad de disponer de actuaciones adicionales dirigidas a apoyar a las empresas, que no impliquen un aumento de las obligaciones financieras, como, por ejemplo, por medio de ayudas directas o, en algunos casos, a través de inyecciones temporales de capital. En este último caso, el fondo aprobado recientemente por el Gobierno, dotado con 10 mm de euros y bajo la gestión de la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales, puede constituir una herramienta para llevar a cabo este tipo de actuaciones.

Adicionalmente, en el caso de aquellas compañías que tuvieran problemas para hacer frente a sus obligaciones financieras, debería facilitarse un funcionamiento más ágil de los **procedimientos de reestructuración de las deudas**, para evitar que esas dificultades desemboquen en la desaparición de empresas muy endeudadas, pero cuyo modelo de negocio es viable. Por el contrario, en el caso de las empresas con modelos de negocio no viables, debería facilitarse su salida ordenada del mercado, ya que ello redundaría en una asignación más eficiente de los recursos. 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 el mismo sentido, en el caso de las **medidas de sostenimiento de rentas de los trabajadores y hogares** más afectados por la crisis, su posible extensión debe combinarse con la **mejora de las políticas activas de empleo** y de formación para desempleados y trabajadores, a fin de mantener su empleabilidad y facilitar su reasignación en el mercado laboral y evitar que se conviertan en desempleados de larga duración.

Más allá de estas actuaciones de corto plazo, 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. Y, en paralelo, 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.

En un contexto de persistencia de este episodio recesivo, 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, para dotarnos del espacio fiscal necesario para poder incrementar las medidas de apoyo a la economía en el 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.

En el caso de las **reformas estructurales**, en buena medida, el *Informe Anual* que hoy les presento constituye precisamente un catálogo de los principales retos que, a juicio del Banco de España, debe afrontar nuestra economía con la finalidad de elevar el bienestar agregado. 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. He tenido la oportunidad de abordarlos en anteriores comparecencias ante sus señorías<sup>6</sup>, pero quiero centrarme en esta ocasión precisamente en los factores que limitan las posibilidades de un crecimiento económico sostenido, ya que el impacto negativo de la pandemia ha hecho más imprescindible, si cabe, la necesidad de actuaciones que permitan elevar el crecimiento potencial.

## EL IMPACTO MACRO DEL PROGRAMA NEXT GENERATION EU (1)

BANCO DE ESPAÑA  
Eurosistema

- El Consejo Europeo acordó en julio la creación del fondo Next Generation EU (NGEU) para hacer frente a la crisis del Covid-19 y acelerar la transición digital y ecológica.
- Según estimaciones del Gobierno, a España le corresponderían 140 mm de euros (12,6% del PIB), cantidad repartida a partes aproximadamente iguales entre transferencias directas y préstamos.
- La incertidumbre sobre su cuantía, composición y calendario es todavía elevada.
- Todavía están pendientes de concretar algunos aspectos básicos del diseño y de la aplicación efectiva del fondo:
  - cuál será el calendario de realización de los proyectos,
  - cuál será el reparto entre transferencias y préstamos y
  - a qué tipo de proyectos se destinarán esos recursos (inversión u otro gasto).
- Además, existe una notable incertidumbre acerca de la evidencia empírica sobre el tamaño del multiplicador fiscal (esto es, del impacto del gasto sobre el producto de la economía)
- Según la rapidez con que se ejecuten los fondos, su naturaleza –préstamos o transferencias desde el presupuesto comunitario– y, sobre todo, según el grado en que se destinen a fortalecer el crecimiento (incluida la financiación de reformas estructurales), el impacto sobre la actividad en los próximos años de estos fondos puede variar entre apenas unas décimas de PIB a varios puntos.
- Este fondo debe ser el embrión del establecimiento de una capacidad permanente de estabilización macroeconómica común europea, que permita también la creación de un activo seguro europeo

Pero antes me gustaría centrar la atención sobre un desarrollo muy relevante, pero posterior en el tiempo a la elaboración del *Informe Anual* del Banco, por lo que este no pudo incluir su valoración. Me estoy refiriendo a la aprobación por parte del Consejo Europeo, en el mes de julio, del **fondo de recuperación europeo** (NGEU), cuya importancia en este contexto viene dada por que se trata de un instrumento que ha de servir de poderoso acicate para el aumento del crecimiento potencial de la economía española, lo que requiere, no obstante, que sepamos hacer un uso adecuado de él.

Como he desarrollado con anterioridad, las políticas económicas que estamos aplicando frente a la crisis han de conjugar el apoyo a la recuperación con el impulso del ajuste de la economía al escenario que emergerá tras la pandemia. En este contexto, el respaldo de la acción supranacional a escala europea se antoja fundamental para conseguir este doble objetivo. El grado de interrelación económica y financiera dentro de este ámbito geográfico es muy elevado. En consecuencia, la acción conjunta es la vía más eficaz para garantizar que los efectos económicos de la pandemia sean superados en un plazo menor y a un coste más reducido por todos y cada uno de los países, particularmente en una situación como la actual, en la que, aunque la crisis es global, sus efectos sobre las distintas economías

---

<sup>6</sup> [Comparecencia ante la Comisión de Asuntos Económicos y Transformación Digital del Congreso de los Diputados y Comparecencia del gobernador en la Comisión para la Reconstrucción Social y Económica de España tras el Covid-19 \(Congreso de los Diputados\).](#)

están siendo asimétricos<sup>7</sup>. Es cierto que no disponemos de los instrumentos que permitirían abordar satisfactoriamente los efectos de esta crisis a escala europea. Idealmente, habría sido deseable que la UE estuviera dotada de un marco institucional adecuado para hacer frente al efecto asimétrico de las perturbaciones económicas —por ejemplo, mediante la puesta en marcha de una capacidad permanente de estabilización macroeconómica del presupuesto común, una función de estabilización cíclica o un seguro de desempleo paneuropeo—.

No obstante, en ausencia de estos instrumentos, el fondo de recuperación europeo constituye una alternativa que puede satisfacer de modo razonablemente adecuado algunas de estas necesidades, además de, idealmente, constituir el embrión de ese marco institucional europeo que ahora echamos en falta.

El fondo se financiará mediante el recurso de la Comisión Europea, en nombre de la Unión, a los mercados de capitales, por un importe máximo de 750 mm de euros, entre 2021 y 2026. De acuerdo con las estimaciones preliminares disponibles, el volumen máximo de recursos que España podría recibir del fondo a lo largo de ese período ascendería a unos 140 mm de euros (alrededor del 12,5 % del PIB de nuestro país estimado para 2020), de los cuales casi la mitad se materializarían bajo la forma de transferencias directas, y el resto, bajo la de préstamos.

## EL IMPACTO MACRO DEL PROGRAMA NEXT GENERATION EU (2)

BANCO DE ESPAÑA  
Euroárea

- A modo ilustrativo, se pueden realizar distintos ejercicios de simulación del impacto de un estímulo acumulado, normalizado, de 10 mm de euros (0,9% del PIB):
  - Ejercicio 1: es la combinación de supuestos más favorables al crecimiento económico, que da lugar a un aumento del nivel del PIB entre 0,2-0,3 pp en promedio en 2021-23.
  - Ejercicio 2: una ejecución más tardía retrasaría el impulso máximo y el efecto expansivo sobre 2021-23 sería más moderado.
  - Ejercicio 3: si los fondos se reciben como préstamos, el gasto adicional aumentaría el déficit y la deuda, lo que limitaría el aumento del PIB.
  - Ejercicio 4: el efecto sobre el PIB sería menor si los recursos se destinaran a otros gastos, que según la evidencia empírica generan un efecto multiplicador más reducido.
- En definitiva, el impacto del NGEU de cara a apoyar la recuperación dependerá la adecuada elección e implementación de los proyectos a financiar y su capacidad para fortalecer el crecimiento de largo plazo.

En diferencias porcentuales de nivel	PIB		Deuda Pública	
	2021	2022	2021	2022
Ejercicio 1: "ejecución temprana" + "transferencias" + "inversión pública"	0,19 - 0,3	0,21 - 0,35	-0,22 - -0,35	-0,35 - -0,57
Ejercicio 2: "ejecución tardía" + "transferencias" + "inversión pública"	0,02 - 0,04	0,08 - 0,13	-0,03 - -0,05	-0,1 - -0,18
Ejercicio 3: "ejecución temprana" + "préstamos" + "inversión pública"	0,14 - 0,27	0,15 - 0,29	-0,1 - -0,2	-0,09 - -0,18
Ejercicio 4: "ejecución temprana" + "transferencias" + "gasto corriente"	0,06 - 0,09	0,12 - 0,19	-0,07 - -0,11	-0,18 - -0,29

Estos recursos, convenientemente dirigidos hacia proyectos con capacidad de transformar la economía española y elevar su capacidad de crecimiento, serán fundamentales para afianzar la recuperación económica y reducir las posibles secuelas permanentes de la crisis. En efecto, según las estimaciones del Banco de España<sup>8</sup>, el fondo tiene la capacidad de convertirse en un importante elemento de apoyo a la recuperación y, sobre todo, en una

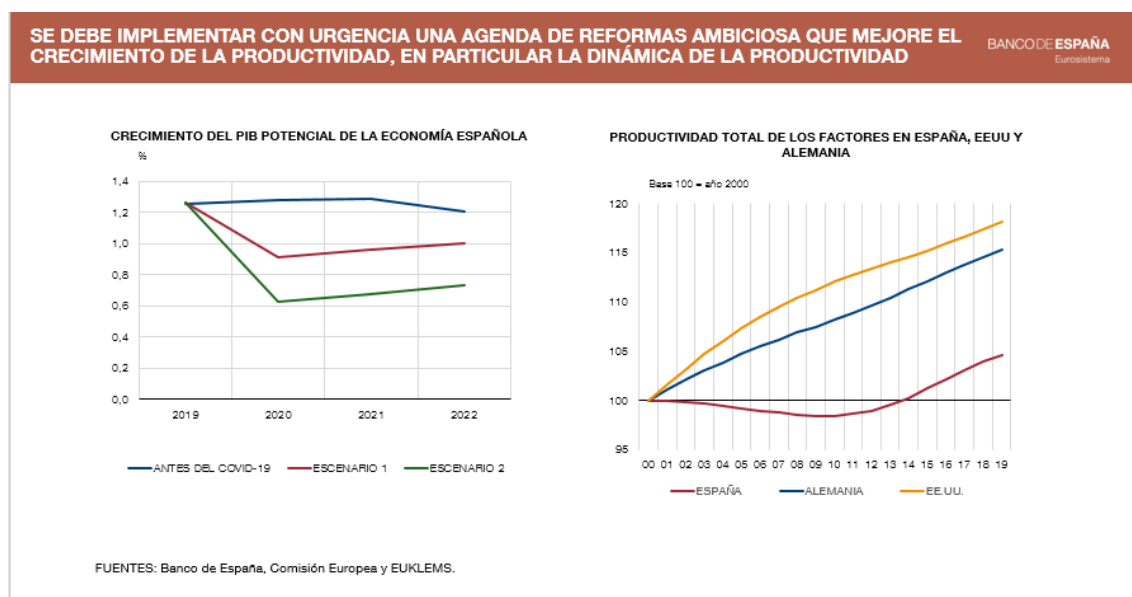
<sup>7</sup> Véanse Ó. Arce, I. Kataryniuk, P. Marín y J. J. Pérez (2020), *Reflexiones sobre el diseño de un Fondo de Recuperación europeo*, Documentos Ocasionales, n.º 2014, Banco de España, y el recuadro 3.4 del *Informe Anual 2019* del Banco de España para una discusión del papel de la política fiscal coordinada a escala europea e internacional en el contexto actual.

<sup>8</sup> Véase el recuadro 9 del "Informe trimestral de la economía española", *Boletín Económico*, 3/2020, Banco de España.

palanca única para elevar las reducidas tasas de crecimiento potencial de la economía española.

Cometeríamos, sin embargo, un enorme error si pensáramos que la mera recepción de los fondos permitirá que nuestro país extraiga los mayores beneficios posibles de estos. Como condición inicial, es preciso establecer la capacidad de diseñar y desarrollar un volumen suficiente de nuevos proyectos, de modo que los recursos no sean destinados a la financiación de gasto que se hubiera llevado a cabo en todo caso o a sufragar proyectos de escaso valor añadido. Además, una ejecución temprana de estos proyectos permitiría que la recuperación de la economía española fuera más robusta, una vez cesen las limitaciones impuestas por la pandemia. Por último, es crucial que la elección de los proyectos sea tal que se maximice la magnitud de su impacto en la actividad económica y las finanzas públicas, lo cual se vería favorecido si la distribución de los recursos se articulara en torno a un plan de reformas estructurales cuyo diseño partiera del objetivo de fortalecer el crecimiento a largo plazo de la economía. De hecho, la introducción de las mejoras de naturaleza estructural que necesita la economía española podría verse facilitada mediante la aplicación de parte de los recursos procedentes del fondo europeo. Algunas de estas mejoras estructurales pueden requerir de una cierta inversión para su puesta en marcha o para suavizar los costes de transición, como en algunos de los casos a los que me referiré a continuación, por lo que emplear recursos financieros públicos para estos fines estaría, en mi opinión, plenamente justificado.

Por lo tanto, según la rapidez con que se ejecuten los fondos, su naturaleza –préstamos o transferencias desde el presupuesto comunitario- y, sobre todo, según el grado en que se destinen a fortalecer el crecimiento, el impacto sobre la actividad en los próximos años de estos fondos puede variar entre apenas unas décimas de PIB a varios puntos. Así, por cada 10.000 millones de ejecución temprana de transferencias europeas destinadas a inversiones productivas el impacto estimado sobre el PIB durante los próximos dos años se situaría en el entorno de tres décimas. Por el contrario, si se destinase ese mismo importe a la financiación del gasto, el impacto sobre la recuperación apenas llegaría, en promedio, a una décima del PIB durante los próximos dos años.





Por este motivo, resulta de la máxima importancia hacer un diagnóstico certero de los factores que limitan el crecimiento potencial de nuestra economía. Y, en este sentido, los diagnósticos disponibles tienden, de forma unánime, a poner el acento, en primer lugar, sobre el reducido dinamismo de la productividad en comparación con el resto de los países de nuestro entorno y, en segundo lugar, sobre el insuficiente grado de utilización del factor trabajo.

**EL BAJO CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD FRENTE A OTROS PAÍSES EUROPEOS ES UN FENÓMENO GENERALIZADO A NIVEL SECTORIAL**

BANCO DE ESPAÑA  
Euroárea

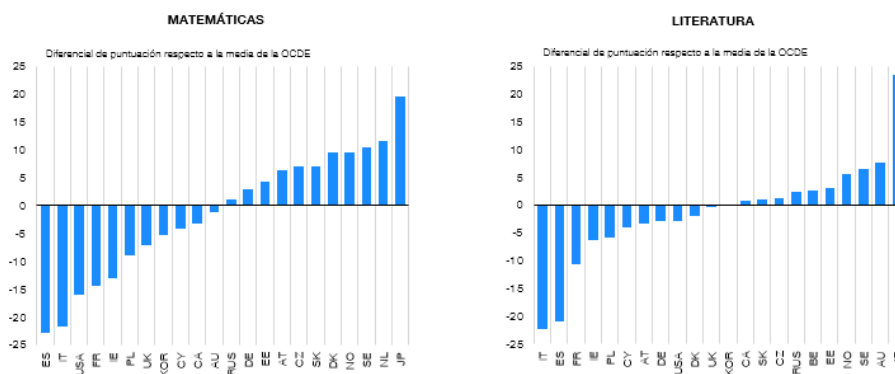
**DIFERENCIAL EN EL CRECIMIENTO ANUAL DE LA PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES (PTF) ENTRE ESPAÑA Y LA UE-12 (2000-2010) (a)**



FUENTES: Banco de España, Comisión Europea y EUKLEMS.a. UE-12 incluye Austria, Bélgica, República Checa, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Italia, Países Bajos, España, Suecia y Reino Unido

Con respecto al déficit de crecimiento de la productividad, se argumenta en ocasiones que su origen habría que buscarlo en nuestra estructura productiva, en la que tendrían un peso comparativamente más elevado las ramas en las que el ritmo de avance de esta variable es más modesto. El argumento tiene una cierta validez. Sin embargo, un examen cuidadoso de la evidencia disponible muestra que en España el crecimiento relativo de la productividad es más reducido en la mayoría de las ramas, hecho que las políticas económicas han de confrontar si se quiere elevar el potencial de la economía española y, por ende, el bienestar presente y futuro del conjunto de la ciudadanía.

La piedra angular de cualquier estrategia encaminada a mejorar la dinámica de la productividad, favoreciendo así las oportunidades de todos los ciudadanos y una transición hacia una economía más sostenible, debe girar en torno a dos dimensiones en las que España presenta un déficit preocupante: el capital humano y el capital tecnológico.

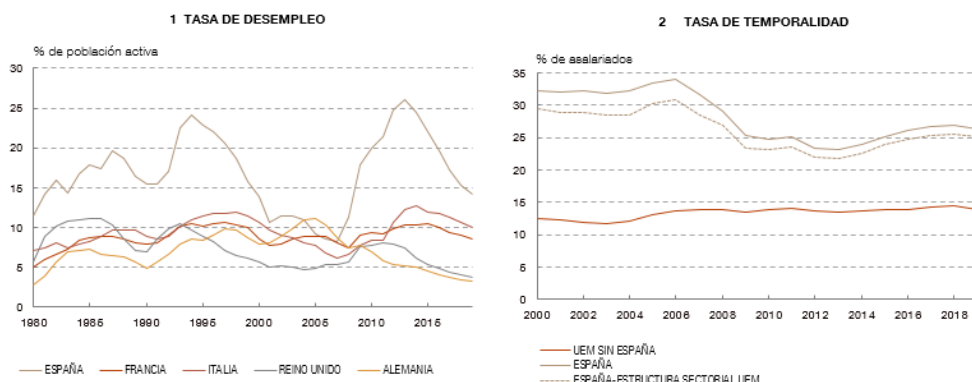


FUENTE: PIAAC (OCDE 2013)

En el ámbito del capital humano, la desventaja relativa frente a las economías más dinámicas de nuestro entorno debería motivar un replanteamiento del diseño institucional del sistema educativo que incluya una revisión profunda del contenido del currículo y del propio sistema de aprendizaje. Para ilustrar la imperiosa necesidad de una reforma de calado en el sistema educativo, basta con mencionar que España se sitúa en la última posición entre los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos en las pruebas de razonamiento matemático y en la penúltima en las de comprensión lectora. Sin olvidar las necesidades de más corto plazo relativas al refuerzo del sistema educativo para asegurar que los alumnos adquieren las cualificaciones necesarias aun en ausencia de educación presencial.

Por lo que respecta al capital tecnológico, el peso de la inversión pública en actividades de investigación y desarrollo en el PIB es un 26 % inferior en España a la del promedio de la UE, brecha que se amplía hasta el 54 % en el caso del gasto privado, lo que proporciona una medida del déficit que nuestro país presenta en este terreno. La corrección de este diferencial requiere la mejora de los incentivos a la inversión en I+D+i, lo que incluye un refuerzo de los mecanismos de apoyo a la innovación, la mejora de la evaluación de las carreras investigadoras o el potenciamiento de las palancas de financiación más apropiadas en este ámbito, que son distintas de las más habituales, dadas las peculiaridades de las inversiones con mayor potencial innovador. Además, es preciso subrayar la existencia de complementariedades entre el capital humano y el tecnológico, lo que justifica que su impulso deba abordarse desde una perspectiva conjunta<sup>9</sup>. Por su elevada efectividad en términos de la elevación del crecimiento potencial de la economía, sería deseable que los proyectos que, simultáneamente, tienen un alto contenido tecnológico y están enfocados al desarrollo del capital humano figuraran en una posición preeminente en la lista de buenos usos de los recursos del fondo europeo de reconstrucción, incluso a pesar del dilatado período de maduración necesario para la obtención de los frutos de estos proyectos.

<sup>9</sup> Véase P. Cuadrado *et al.* (2020), *A sectoral anatomy of the Spanish productivity puzzle*, Documentos Ocasionales, n.º 2006, Banco de España.



FUENTES: Eurostat y Banco de España

Como he dicho, una parte importante de la responsabilidad de que el crecimiento potencial de nuestra economía sea demasiado reducido recae sobre el limitado uso del factor trabajo. En mi opinión, este está muy relacionado con las deficiencias estructurales que, desde hace décadas, lastran el desempeño del mercado laboral en nuestro país. Estas carencias no solo redundan en una utilización insuficiente de este recurso productivo, sino que además dan lugar a un factor adicional que restringe el dinamismo de la productividad en España respecto a otros países de nuestro entorno.

Nuestro mercado laboral presenta dos hechos estilizados no deseables. En primer lugar, este mercado se caracteriza en España por la persistencia de tasas de desempleo significativamente más elevadas que las del resto de los países europeos, incluso en períodos expansivos. La lucha contra el paro elevado y, especialmente, contra su componente de larga duración requiere contar con instrumentos adecuados, bajo la forma de políticas activas del mercado laboral, con el fin de aumentar la empleabilidad de las personas que han perdido su puesto de trabajo, de forma que se evite un deterioro permanente de su capital humano y del potencial de crecimiento del conjunto de la economía.

En segundo lugar, la tasa de paro presenta variaciones muy acusadas, lo que, además, da lugar a que la desigualdad aumente de manera sustancial durante las crisis. Estas oscilaciones cíclicas tan abruptas del desempleo se explican por la elevada tasa de temporalidad y el reducido grado de protección de los trabajadores con contrato de naturaleza temporal frente a aquellos con un contrato indefinido, lo que hace que el ajuste del empleo en las fases recesivas recaiga sobre los trabajadores temporales. La reducción de la elevada dualidad del mercado laboral español debería figurar, por tanto, en un lugar muy destacado de la agenda de las políticas económicas<sup>10</sup>.

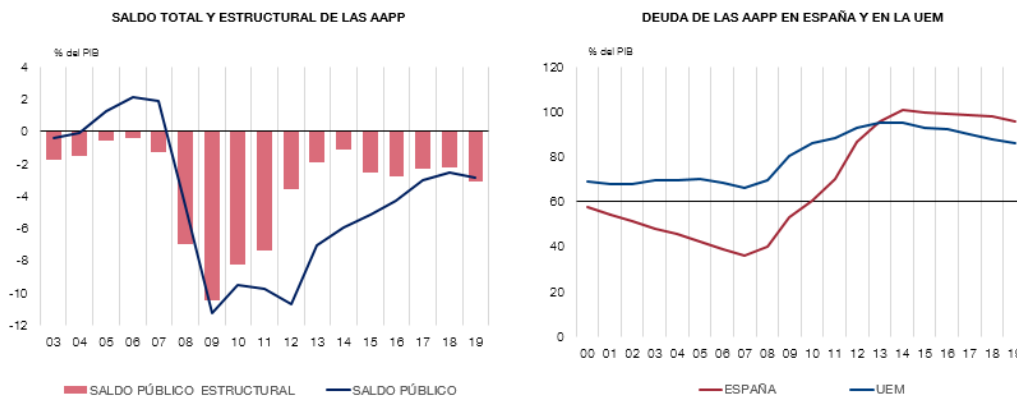
Una vía por la que podría satisfacerse este objetivo sería la constitución de un sistema en el que el trabajador acumule de modo anticipado una parte de los costes de despido en un fondo individual mientras mantiene su empleo (al modo de la denominada “mochila

<sup>10</sup> Véase J. Pijoan-Mas y P. Roldán-Blanco (2020), *Dual Labour Markets and the Equilibrium Distribution of Firms*, mimeo.

austriaca”). En el paso hacia este sistema, el fondo de reconstrucción europeo podría desempeñar un papel muy relevante. En concreto, una parte de los recursos del fondo podrían ser utilizados para financiar los elevados costes de transición a ese modelo.

**TRAS EL CUANTIOSO IMPULSO FISCAL DE CORTO PLAZO, SERÁ PRECISO DISEÑAR UN PLAN DE CONSOLIDACIÓN A MEDIO PLAZO**

BANCO DE ESPAÑA  
Eurosistema



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

Finalmente, como señalaba, y como necesaria contrapartida de la acción, muy contundente, de las políticas económicas adoptadas frente a la crisis hasta el momento, nuestro país deberá afrontar, en el futuro, un proceso de consolidación presupuestaria que reconduzca el elevado endeudamiento público hacia niveles más moderados en el escenario pospandemia.

Como sabemos bien, contar con unas finanzas públicas saneadas resulta crucial no solo para dar una respuesta adecuada ante episodios recesivos como el actual, sino también para evitar episodios de vulnerabilidad financiera como los registrados en el contexto de la anterior crisis financiera. Por otro lado, existe una amplia evidencia que revela que el mantenimiento prolongado de niveles de deuda pública elevados reduce los recursos que podrían ser destinados a fines más productivos, y encarece y dificulta la financiación de la economía a escala agregada, lo que conduce a distorsiones en las decisiones de inversión privada y, a la postre, a un menor crecimiento económico.

Por este motivo, es importante que se acometa cuanto antes el diseño de una estrategia detallada de reducción gradual, pero sostenida, de los desequilibrios fiscales, que comience a ser aplicada una vez que se haya superado la pandemia. Esta estrategia debe, además, poner el énfasis en la mejora de la calidad de las finanzas públicas desde el punto de vista de su composición entre los distintos tipos de ingresos y gastos, de modo que esta se oriente a la dinamización del crecimiento económico a largo plazo. Y es importante subrayar que, si bien, como he apuntado antes, la aplicación de esta estrategia de consolidación fiscal debería tener lugar solamente una vez superados los efectos económicos de la crisis, el diseño y la comunicación de sus aspectos básicos deberían acometerse sin mayor dilación, porque ello comportaría beneficios importantes para la credibilidad de la política económica, potenciando así los efectos expansivos de las actuaciones fiscales actuales.

La magnitud del reto es tan grande que abordar el proceso de consolidación fiscal con éxito exigirá una revisión integral del sistema impositivo y del conjunto de partidas de gasto. Además, este objetivo se verá facilitado en su consecución por la puesta en marcha de las reformas estructurales que he mencionado con anterioridad.

#### 4 Conclusión

##### CONCLUSIONES

BANCO DE ESPAÑA  
Eurosistema

- La pandemia ha generado un retroceso del PIB sin precedentes y la actual recuperación es parcial, desigual e incierta y a lo largo del verano se han acumulado señales de que ha ido perdiendo intensidad
- La crisis ha generado también un incremento de los riesgos para la estabilidad financiera
- La política monetaria deberá mantener un estímulo significativo e incluso aumentarlo, si fuera necesario. Y mantener la flexibilidad en su ejecución para evitar que aparezcan problemas de fragmentación financiera
- La política económica debe evitar que la actual crisis sanitaria y económica se convierta en financiera
- Parece adecuado mantener las medidas de apoyo, si bien las medidas habrán de ser ahora más focalizadas
- La crisis está generando cambios y daños estructurales, que exigen que la acción de política económica deba ir dirigida también a facilitar y apoyar la adaptación del tejido productivo y de los trabajadores a las nuevas realidades
- Se requiere aprobar una agenda de reformas ambiciosa que mejore el crecimiento potencial de la economía y afronte nuestros retos estructurales.
- El fondo de reconstrucción europeo tiene el potencial de afianzar la recuperación si se destina a proyectos que favorezcan nuestro crecimiento potencial
- Se debe diseñar ahora un programa de consolidación fiscal, para su aplicación gradual una vez se asiente la recuperación
- Ejecutar con decisión la agenda de reformas, planificar el proceso de consolidación fiscal y flexibilizar y focalizar las ayudas permitiría ganar margen para incrementar las medidas de apoyo a la economía, si fuera necesario
- La magnitud del reto al que nos enfrentamos exige amplios acuerdos institucionales para afrontar la estrategia de crecimiento urgente, ambiciosa e integral que se necesita y dar así un horizonte de certidumbre a familias y empresas

Querría finalizar haciendo una reflexión que considero importante explicitar precisamente en la sede de la soberanía popular. En esta última parte de mi intervención me he referido a un conjunto de acciones de política económica que comportan modificaciones —a veces sustanciales— del marco institucional y el entorno regulatorio, cuyo objetivo es la elevación del bienestar y las oportunidades de la sociedad.

Ocurre con frecuencia, no obstante, que, a pesar de esta mejora en el bienestar agregado, la distribución de los costes y los beneficios de las medidas es desigual, ya sea entre agentes (porque conlleva una redistribución de rentas) o en términos de su perfil temporal (porque los costes sean visibles con mayor inmediatez que los beneficios). Ello conduce a que la implementación de algunas medidas presente dificultades. En este sentido, la evidencia internacional indica que, en la práctica, la aplicación de reformas suele concentrarse en los períodos de crisis, quizá porque, en estas circunstancias, los costes económicos y sociales a corto plazo de posponer su adopción tienden a ser superiores a los costes de implementarlas<sup>11</sup>.

De ahí la necesidad de forjar consensos amplios, que en ocasiones deberán apoyarse en esquemas eficientes de compensación e incentivos, pero que, sobre todo, han de descansar sobre una perspectiva de largo plazo, indispensable para generar la certidumbre y la credibilidad necesarias. En el actual contexto de elevada incertidumbre sobre el impacto de la pandemia, tanto en lo relativo a su duración y persistencia como a su impacto diferencial entre países y sectores, una de las principales contribuciones de la política

<sup>11</sup> Véase M. Tommasi y A. Velasco (1996), “Where are we in the political economy of reforms?”, *Journal of Policy Reforms*, n.º 1, pp. 187-238.

económica es, precisamente, contribuir a dar un horizonte de mayor certidumbre a empresas y familias. Esta es una tarea que atañe a todos los niveles institucionales, tanto en el contexto nacional como en el internacional.

Señorías, debemos ser conscientes de la magnitud del reto al que nos enfrentamos, consistente en la restauración de una senda de prosperidad y oportunidades para todos. Un diagnóstico adecuado de la situación y una actuación decidida de las políticas nacionales que ayude a aprovechar plenamente las oportunidades que nos ofrece la UE son precondiciones esenciales para el bienestar futuro. De ahí que abogue por alcanzar amplios acuerdos políticos y sociales para afrontar la urgente, ambiciosa e integral estrategia de crecimiento que necesita nuestro país.

Muchas gracias.