

Gonzalo García Andrés\*

## RESPUESTA DE POLÍTICA ECONÓMICA A LA PANDEMIA: UNA VISIÓN INTEGRAL

*La irrupción de la COVID-19 supuso un vuelco económico y social sin precedentes. La veloz transmisión de la enfermedad llevó a los gobiernos de todos los países a tomar medidas drásticas de aislamiento absolutamente excepcionales por el alcance y la duración. Unas medidas que tuvieron un impacto en la economía mundial y española nunca visto en tiempos de paz y que conllevaron la adopción de medidas de política económica inéditas y también excepcionales. A nivel europeo se dio una rápida respuesta en varios frentes que permitió mantener la estabilidad financiera, y a nivel nacional desde el Gobierno se puso en marcha una triple red de seguridad para proteger las rentas de las familias, el tejido productivo y el empleo.*

### **Economic policy response to the pandemic: a comprehensive view**

*The emergence of COVID-19 was an unprecedented economic and social turnaround. The rapid transmission of the disease led the governments of all countries to take drastic isolation measures that are exceptional in scope and duration. Measures that had an impact on the world and Spanish economy never seen in times of peace and that led to the adoption of unprecedented and exceptional economic policy measures. At the European level, there was a rapid response on several fronts that allowed maintaining financial stability, and at the national level, the Government launched a triple safety net to protect family income, the productive fabric and employment.*

**Palabras clave:** estabilidad financiera, política monetaria, política fiscal, política macroprudencial, ERTE, COVID-19.

**Keywords:** financial stability, monetary policy, fiscal policy, macroprudential policy, job retention schemes, COVID-19.

**JEL:** G18, G20.

---

\* Secretario de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa.

Versión de noviembre de 2021.

<https://doi.org/10.32796/ice.2021.923.7332>

## 1. Introducción: una crisis inédita

La irrupción de la COVID-19 provocó un vuelco económico y social y sin precedentes en todos los países del mundo, y será recordado como uno de los episodios más trascendentales de su historia reciente.

La rápida transmisión de la enfermedad, la afectación casi simultánea en diferentes zonas geográficas, el escaso conocimiento para tratarla en un principio y la rápida saturación de los centros médicos llevaron a los gobiernos de los países más afectados a tomar medidas drásticas de aislamiento absolutamente excepcionales por el alcance y la duración. El impacto de la perturbación que ha supuesto la pandemia de COVID-19 y las medidas de contención se han manifestado en distintos ámbitos.

En primer lugar, los sistemas sanitarios de todo el mundo tuvieron que reforzar su capacidad máxima para poder dar cobertura a la población ante una de las pandemias más severas de las últimas décadas. La capacidad hospitalaria se ha visto continuamente desafiada a lo largo de las sucesivas olas de contagios. Todo ello, en un contexto de desabastecimiento de material sanitario a nivel mundial, especialmente al inicio de la pandemia. De igual forma, el proceso de vacunación ha puesto a prueba la capacidad logística y la flexibilidad de los sistemas sanitarios, con el objetivo de alcanzar la denominada inmunidad de grupo en el menor tiempo posible.

En segundo lugar, en el ámbito social. Los principales países desarrollados han hecho uso de manera generalizada de medidas de confinamiento. Estas medidas han estado seguidas de un período de distanciamiento social, reducción de aforos, restricción de horarios y uso continuado de la mascarilla. Si bien todas estas medidas tenían como única finalidad la reducción de contagios para salvar vidas, es también cierto que han supuesto un cambio radical de nuestras costumbres y hábitos de vida, forzando a la población a adaptarse rápidamente a una nueva realidad.

La irrupción de la pandemia ha tenido un impacto sin precedentes en la actividad económica de todos los

países desarrollados. En el caso de España, el PIB experimentó una caída en el año 2020 sin parangón en la historia, registrando una variación anual del -10,8 % (según datos del Instituto Nacional de Estadística). Desde la Administración, en línea con el resto de países hemos articulado un poderoso arsenal de medidas de política económica con el fin de mitigar el impacto de la emergencia sanitaria sobre nuestra economía. Sin embargo, esta crisis económica será recordada no solo por su histórico impacto sino también por sus particularidades.

Durante los primeros meses, uno de los principales retos era diagnosticar el impacto de la crisis para poder diseñar eficazmente la respuesta de política económica.

Por el lado de la oferta, las medidas de confinamiento y la alta incidencia de la pandemia llevaron a que un elevado número de empleados no pudiesen participar en el proceso productivo de sus empresas, restringiendo así la capacidad productiva de las economías. Además, la naturaleza global de la pandemia y las fuertes interrelaciones entre economías en el actual contexto internacional llevaron a que las medidas de confinamiento tuvieran consecuencias más allá de las fronteras nacionales. En concreto, las medidas de contención aplicadas en China a comienzos de 2020 supusieron la ruptura de las cadenas de suministro de numerosos *inputs*. Conforme el virus fue extendiéndose al resto del mundo y las autoridades de los países fueron imitando dichas medidas de confinamiento domiciliario, las rupturas de las cadenas de valor global se fueron haciendo más visibles y severas.

Por el lado de la demanda, las medidas de confinamiento supusieron una perturbación negativa sin precedentes concentrándose la reducción del gasto en consumo en aquellas actividades del sector servicios que suponen una interacción social, como hostelería y restauración (Chetty *et al.*, 2020). Un elemento adicional de riesgo que ha afectado a la demanda ha sido la incertidumbre. Los agentes económicos desconocían la intensidad y duración de la perturbación provocada por la pandemia de COVID-19. La incertidumbre es uno de los ingredientes más peligrosos de cualquier crisis,

porque dificulta el normal funcionamiento de la economía y suele activar mecanismos de propagación y dislocación en el sistema financiero.

En un primer momento, el diseño de la política económica se centró en un ambicioso paquete de medidas orientadas al mantenimiento de la renta de los hogares y a lo que se denominó como «hibernación de la economía». El objetivo principal era, y sigue siendo, proteger el tejido productivo, las rentas de las familias y el empleo, para tener una base sólida sobre la que sustentar la recuperación económica.

Así, los Expedientes de Regulación Temporal de Empleo (ERTE) y la prestación extraordinaria por cese de actividad para los trabajadores por cuenta ajena fueron piedras angulares en el mantenimiento de las rentas salariales. De forma complementaria, se articuló una cobertura extraordinaria de incapacidad laboral de los trabajadores afectados por COVID-19 y se puso en marcha el Ingreso Mínimo Vital. Estas herramientas permitieron, en un primer momento, un instrumento de lucha contra la pobreza, con especial atención a la pobreza infantil, que venía a cubrir un agujero en el sistema de prestaciones sociales español.

Asimismo, y de forma conjunta a las decisiones adoptadas por el Banco Central Europeo (BCE), se articuló también una poderosa batería de medidas destinadas a cubrir necesidades de liquidez y de asegurar el acceso a la financiación de las empresas, especialmente dirigidas a las pequeñas y medianas, al ser estas las que tenían que hacer frente a mayores restricciones y dificultades de acceso a la financiación en los mercados. En este sentido, las líneas de avales ICO (Instituto de Crédito Oficial), con 140.000 millones de euros puestos a disposición del sector privado, garantizaron que el crédito haya seguido fluyendo sin producirse un escenario de restricción crediticia que hubiera amplificado los costes y la duración de la crisis.

Este conjunto de medidas, además de tratar de contener el impacto económico de la pandemia, han tratado de mitigar los posibles daños sobre la capacidad productiva de la economía española en el largo plazo.

En concreto, los ERTE han logrado evitar la ruptura de la relación laboral entre las empresas y los trabajadores acogidos a estos, facilitando su reincorporación al trabajo en la fase de recuperación. Esta protección del empleo resulta esencial a fin de evitar la destrucción de capital humano que pueda suponer la aparición de histéresis en el mercado de trabajo. Por su parte, a lo largo de 2021, las medidas destinadas a apoyar la liquidez y reforzar la solvencia de las empresas han mitigado el riesgo de que empresas viables se vean abocadas al cierre como consecuencia exclusivamente del estallido de la pandemia. Esto resulta esencial para evitar una cicatriz permanente en el tejido empresarial y, por ende, en la capacidad productiva de nuestra economía.

En definitiva, la respuesta de las autoridades ha permitido no solo contener el choque negativo a corto plazo, sino también evitar que pudiera traducirse a medio y largo plazo en un menor potencial de crecimiento y un mayor desempleo estructural.

A lo largo de este artículo se procederá a realizar un análisis de las principales medidas adoptadas, tanto en el plano monetario y financiero como en el plano fiscal.

## 2. Medidas monetarias y financieras

La respuesta a la crisis financiera global puso de manifiesto la importancia de que la política monetaria y macroprudencial estuviesen coordinadas, dadas las interrelaciones existentes entre ambas. Esto es importante a la hora de asegurar tanto la correcta transmisión de la política monetaria como el mantenimiento de la estabilidad financiera. La política monetaria y la política macroprudencial durante la crisis han sido activas y coherentes, generando una realimentación positiva, en pro de una amplia oferta crediticia en la economía.

### La política monetaria del Eurosistema

Durante el mes de marzo de 2020, a medida que se materializaron las consecuencias graves de la

pandemia en Europa, los Tesoros europeos sufrieron unas fuertes alzas de sus rentabilidades soberanas y, en el caso de países como Italia o España, unos incrementos de las primas de riesgo. La reacción por parte del Banco Central Europeo (BCE) no se hizo esperar. Así, el 12 de marzo de 2020, se anunció un sobre adicional de 120.000 millones de euros para el Asset Purchase Programme (APP) en 2020, que se superponía al volumen de compras mensuales de 20.000 millones de euros. Según el *forward guidance* sobre el APP, aún vigente, las compras no se finalizarán hasta una fecha anterior a la decisión de aumentar los tipos de interés de referencia del BCE. Adicionalmente, los activos comprados bajo el APP serán reinvertidos hasta una fecha posterior a la subida de tipos.

Ante los crecientes diferenciales de las rentabilidades de la zona del euro durante la semana en que se decretaron los principales confinamientos, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, el 18 de marzo, lanzar su programa estrella de lucha contra la pandemia: el Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP). Inicialmente, este programa de compras tendría una potencia de 750.000 millones, que se vio incrementada en junio con 600.000 millones adicionales y de nuevo en diciembre con 500.000 millones, llegando a un total de 1,85 billones de euros.

El funcionamiento del programa se basa en el tradicional *quantitative easing*, esto es, en la compra por parte del BCE de títulos de deuda pública, bonos privados e incluso bonos de garantía o titulizados. No obstante, la principal novedad del PEPP es su flexibilidad, tanto en términos temporales (se pueden realizar compras hasta marzo de 2022, pero nada impide que estas acaben antes o después, según las condiciones de financiación que existan en el mercado), como de clave de capital o de límite por emisor (bajo el APP solamente se puede adquirir hasta el 33 % del universo elegible de deuda de un país). Además, se garantiza en todo caso la adquisición de títulos emitidos por Grecia. Por otro lado, la reinversión de los activos adquiridos bajo el PEPP se realizará, al menos, hasta finales de 2023.

Más allá de la compra de activos, el BCE también ha ajustado más favorablemente las condiciones de acceso a las operaciones de financiación condicionada de las entidades de crédito (TLTRO III)<sup>1</sup>, con el fin de aumentar la oferta de crédito a la economía real. Así, se han reducido los tipos de interés de acceso a estas operaciones al -1 % para las entidades que cumplan los niveles de provisión de crédito exigidos y al -0,50 % para el resto. Dichos tipos extraordinariamente favorables dejarán de estar vigentes a partir de junio de 2022. Adicionalmente, se han creado las operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia (PELTRO, por sus siglas en inglés), destinadas a aquellos bancos que, por la composición de sus carteras, no son elegibles para las TLTRO.

Respecto de los tipos de interés oficiales, estos se han mantenido invariados durante la pandemia, de manera que el tipo de las operaciones principales de refinanciación está en el 0 %, el tipo de la facilidad de crédito en el 0,25 % y el de la facilidad de depósito en el -0,50 %. La principal novedad respecto de los tipos ha ocurrido con el cambio de estrategia del BCE, aprobada en julio de 2021, según la cual se pasa a entender el 2 % de inflación como un objetivo simétrico. En el desarrollo de dicha nueva estrategia se ha modificado el *forward guidance* que se realiza sobre los tipos de interés. Así, estos se mantendrán en niveles bajos hasta que: *i*) la inflación medida por el Índice de Precios de Consumo Armonizado (IPCA) alcance el 2 % en el período medio del horizonte de proyección (el año  $t+1$ ); *ii*) que dicho 2 % se mantenga hasta el final del horizonte de proyección (durante  $t+2$ ); y *iii*) que se observe una evolución coherente de la inflación subyacente. Dicho *forward guidance* puede implicar, transitoriamente, un *overshooting* moderado del 2 %.

Otras medidas han tenido igualmente un gran papel en la estabilización de los mercados financieros de la zona del euro. Por ejemplo, la ampliación del rango de activos elegibles para el programa de compra de títulos de deuda privada ha permitido al Eurosistema adquirir

<sup>1</sup> Targeted Longer-Term Refinancing Operations.

papel comercial emitido por empresas no financieras, asegurando, especialmente en las primeras fases de la crisis, el buen funcionamiento de esta forma de financiación a corto plazo. Adicionalmente, el BCE ha relajado los requisitos de los activos que las entidades de crédito pueden utilizar como colateral en los programas de compra de activos, de manera que se han aceptado bonos con una calificación crediticia de BB o incluso créditos garantizados a pymes o autónomos.

La huella de la respuesta monetaria a la pandemia se aprecia de manera meridiana en el balance del Eurosistema. A finales de septiembre de 2021, este cuenta con un volumen de activos de 8,28 billones de euros, lo que supone un incremento de 3,6 billones respecto del inicio de la pandemia. El balance del Eurosistema alcanza, por tanto, una dimensión equivalente al 67 % del PIB de la zona del euro.

Los efectos de la política monetaria del Eurosistema para la economía española han sido ampliamente positivos. Ya desde el mero anuncio de las características del PEPP, la prima de riesgo española se redujo en 43 puntos básicos, permitiendo, a lo largo de toda la crisis, que el Tesoro español se esté financiando con tipos históricamente bajos. Así, el coste medio de las nuevas emisiones del Tesoro en 2020 fue del 0,18 %, habiendo entrado en 2021 en terreno negativo con un -0,02 % (a fecha de octubre de 2021). Consecuentemente, el coste medio de la cartera de deuda en circulación se ha reducido del 2,2 % a principios de 2020 hasta el 1,66 %, gracias también a la confianza que están manteniendo los inversores internacionales en la recuperación de la economía española. A finales de septiembre de 2021, el Eurosistema ha adquirido 457.992 millones de deuda pública española, aproximadamente un 32 % de la deuda en circulación, en línea con los principales países de la Unión Europea.

El tono acomodaticio de la política monetaria permitió también que, por primera vez desde 2008, la oferta de crédito aumentase en 2020 un 3,5 % en términos interanuales, permitiendo que empresas y hogares se financiaran en condiciones ventajosas.

A dicha evolución favorable del crédito en España también contribuyeron, de manera decisiva, los avales otorgados a través del Instituto de Crédito Oficial (ICO).

### La política de avales

A través del Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, y del Real Decreto-ley 25/2020, de 3 de julio, el Gobierno puso en funcionamiento varias líneas de avales públicos por un valor total de 143.000 millones de euros. Si bien ciertas cuantías se podían canalizar a través de CERSA (Compañía española de Reafianzamiento, S. A.) o el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), el volumen más significativo ha sido gestionado por el ICO.

La distancia temporal entre ambos Reales Decretos-leyes se explica por el distinto objetivo que han perseguido las dos líneas de avales diseñadas en cada momento. Así, en una primera fase de la crisis, se aprobaron 100.000 millones para que las empresas no financieras y los autónomos pudiesen atender sus necesidades de liquidez derivadas del *shock* pandémico. En un momento posterior de la crisis, se quiso dar respuesta a las necesidades de inversión que tenía el tejido empresarial español, de manera que se aprobó una nueva línea en julio, dotada con 40.000 millones de euros, para garantizar la financiación de dichas necesidades de inversión.

El diseño de los avales tiene en cuenta tanto los posibles efectos adversos derivados de una asunción excesiva de riesgos, como las difíciles condiciones a las que se enfrentan las pymes y autónomos a la hora de acceder a la financiación. De ahí que el ICO garantice hasta el 80 % de los nuevos préstamos que soliciten las pymes y autónomos (y el 70 % en caso de renovaciones), porcentaje que para las grandes empresas alcanza un 70 % en el caso de los préstamos *ex novo* (60 % para renovaciones). El aval puede tener una duración máxima de ocho años, tras la ampliación del plazo inicial de cinco años.

Según el Informe del ICO sobre las líneas de avales de octubre de 2021<sup>2</sup>, hasta la fecha se han otorgado avales por un total de 101.449 millones de euros, que corresponden a 1.131.005 operaciones y que han permitido movilizar más de 133.346 millones de euros en financiación hacia empresas no financieras y autónomos. De las operaciones avaladas, el 98 % han sido suscritas por pymes y autónomos, representando estas el 75 % de la cantidad total avalada.

La Autoridad Macropprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI), en su análisis de las medidas fiscales en respuesta a la pandemia<sup>3</sup>, muestra tres efectos favorables de los avales sobre la estabilidad financiera: *i)* el efecto positivo sobre la oferta de crédito, como refleja el hecho de que los préstamos avalados se hayan dirigido —proporcionalmente más que los no avalados— a empresas de menor tamaño y a los sectores más afectados por la pandemia (turismo, ocio y cultura); *ii)* las mejores condiciones de financiación de los préstamos avalados, en términos de mayores vencimientos y menores costes; y *iii)* la no aparición de racionamientos de crédito para las empresas, que pudiesen poner en marcha aceleradores financieros perjudiciales para la economía real, como ocurrió durante la crisis financiera global.

### Las medidas de apoyo a la solvencia

Tal y como indica la Junta Europea de Riesgo Sistémico (2021), tanto las características intrínsecas de la crisis sanitaria como el mantenimiento de la estabilidad financiera recomendaban que los Gobiernos pasasen de aplicar medidas genéricas centradas en apoyar la liquidez de la economía a diseñar medidas más específicas que buscasen solucionar los

problemas de solvencia. La mayor especificidad se justifica en la necesidad de centrar los esfuerzos de las autoridades en aquellos colectivos más vulnerables, de manera que se empleen los recursos públicos de la forma más eficiente posible. Por su parte, la focalización sobre los problemas de solvencia se justifica en el elevado endeudamiento en que han incurrido los agentes privados como consecuencia del estallido de la pandemia. Por lo tanto, el seguimiento de las posiciones deudoras de las empresas viables es clave para evitar oleadas de insolvencias y contagios al sector bancario.

En este contexto se encuadra el Real Decreto-ley 5/2021, de 12 de marzo, de medidas extraordinarias de apoyo a la solvencia empresarial en respuesta a la pandemia de la COVID-19, que contiene tres elementos fundamentales: un fondo de ayudas directas, un marco de reestructuración de créditos avalados públicamente y un fondo de recapitalización de empresas medianas.

En primer lugar, se ha implementado un fondo de ayudas directas de carácter finalista, por una cuantía de 7.000 millones de euros, que es gestionado por las comunidades autónomas. Los beneficiarios son tanto empresas como autónomos, pertenecientes a los sectores identificados como más vulnerables, que hayan visto caer sus ingresos al menos un 30 % respecto de 2019. Las ayudas pueden destinarse al pago de deudas y costes fijos asumidos por las empresas desde marzo de 2020 hasta el 30 de septiembre de 2021.

La segunda de las medidas pretende aliviar la carga financiera de las empresas que hayan sido avaladas por el ICO mediante la reestructuración de sus deudas bancarias. Se establecen tres niveles de actuación sobre dichos préstamos: *i)* la extensión del plazo de vencimiento de los préstamos; *ii)* la conversión de los préstamos en préstamos participativos; y *iii)* uso de una línea de 3.000 millones de euros para que autónomos y pymes puedan reducir hasta un 75 % del principal de la financiación avalada durante la pandemia, según la caída de la facturación. En este último nivel, las

<sup>2</sup> Instituto de Crédito Oficial (2021), *Líneas ICO avales COVID-19, de 31 de octubre de 2021*. Disponible en la web del ICO.

<sup>3</sup> Autoridad Macropprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (2021), *Análisis de las medidas públicas de apoyo adoptadas en España frente al Covid-19 desde el punto de vista de la estabilidad financiera*. Disponible en la web de la AMCESFI.

entidades financieras asumirán la parte proporcional de la reducción del préstamo no cubierta por el aval.

Para que las empresas puedan acogerse a este esquema de reestructuración de deudas, las entidades bancarias relevantes deben haber suscrito el Código de Buenas Prácticas Adoptado en virtud del Acuerdo del Consejo de Ministros de 11 de mayo de 2021, por el que se aprueba el Código de Buenas Prácticas para el marco de renegociación para clientes con financiación avalada previsto en el Real Decreto-ley 5/2021, de 12 de marzo, de medidas extraordinarias de apoyo a la solvencia empresarial en respuesta a la pandemia de la COVID-19, que tiene un carácter voluntario. Pese a su carácter voluntario la mayoría de las entidades que operan en España han suscrito el Código de Buenas Prácticas, como puede consultarse en las listas públicas en la web de la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional. Dicho Código tiene dos implicaciones fundamentales. En primer lugar, las entidades suscritas se comprometen a estudiar la situación financiera de las empresas y autónomos que lo soliciten. Adicionalmente, dichas entidades se comprometerán a mejorar la coordinación con otras entidades financieras que también sean acreedoras del deudor en cuestión, con el fin de ofrecer una solución coordinada y de evitar comportamientos de free riding por parte de entidades que, hipotéticamente, pudiesen aprovecharse de una mejoría de la situación de solvencia de un deudor gracias a las quitas realizadas por otras entidades.

### Las moratorias de créditos

Tres Reales Decretos-leyes<sup>4</sup> publicados en marzo y mayo de 2020 instauraron una serie de moratorias

<sup>4</sup> Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19; Real Decreto-ley 11/2020, de 31 de marzo, por el que se adoptan medidas complementarias en el ámbito social y económico para hacer frente al COVID-19; y Real Decreto-ley 19/2020, de 26 de mayo, por el que se adoptan medidas complementarias en materia agraria, científica, económica, de empleo y Seguridad Social y tributarias para paliar los efectos del COVID-19.

que contribuyeron desde sus inicios a mejorar la posición de liquidez de los agentes económicos, al permitir el aplazamiento de los pagos a más corto plazo. Podemos distinguir cuatro tipos de moratorias: *i*) moratorias legislativas de las deudas hipotecarias para hogares o autónomos vulnerables; *ii*) moratorias legislativas de créditos no hipotecarios para personas físicas; *iii*) moratorias sectoriales, consistentes en acuerdos entre entidades de crédito y clientes que no reúnen las condiciones de vulnerabilidad para acogerse a una moratoria legislativa; y *iv*) moratorias para los sectores turístico y de transporte público de mercancías y discrecional de viajeros en autobús.

El volumen total de moratorias concedidas —una vez ya se han extinguido todas ellas— ha sido, en el caso de las moratorias legales, de 23.400 millones de euros y, en el de las sectoriales, de 34.300 millones de euros.

Además de las moratorias crediticias, es importante hacer referencia a la moratoria concursal dictada en virtud del Real Decreto-ley 6/2020, de 28 de abril, según la cual se suspende el deber de solicitar la declaración de concurso de acreedores por parte del órgano de administración de una sociedad mercantil que se encuentra en situación de insolvencia. El Real Decreto-ley 5/2021, de 12 de marzo, amplió el plazo de la moratoria concursal hasta el 31 de diciembre de 2021. De esta manera, se ha evitado una eventual oleada de procedimientos de insolvencia que se explicarían por la coyuntura de la pandemia en vez de por unos fundamentos económicos estructuralmente débiles.

### La política macroprudencial

Como se ha indicado al inicio de este apartado, política monetaria y macroprudencial están íntimamente relacionadas. El objetivo de esta última es el mantenimiento de la estabilidad financiera, es decir, un funcionamiento adecuado de los mercados financieros que permitan la transmisión de la política monetaria y no causen efectos perniciosos, como podría ser una burbuja.

En este sentido, la política macroprudencial se ha visto beneficiada por la labor realizada por la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) a través de las distintas Recomendaciones que ha ido emitiendo a lo largo de la crisis. En lo que aquí nos concierne, destaca la Recomendación JERS/2020/7 sobre restricciones de dividendos y remuneración variables, que tenía como objetivo asegurar que las entidades financieras europeas tuviesen una capitalización y capacidad de absorción de pérdidas adecuadas. Dicha Recomendación no solo aplicaba a las entidades bancarias, sino también a las empresas de servicios de inversión, aseguradoras y cámaras de contrapartida central. En este sentido, el resto de los supervisores sectoriales reprodujeron recomendaciones similares, tanto a nivel europeo (BCE, EBA<sup>5</sup>, ESMA<sup>6</sup> e EIOPA<sup>7</sup>) como nacional (Banco de España, CNMV<sup>8</sup> y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones). Por lo general, dichas recomendaciones se han levantado a partir del 30 de septiembre de 2021, si bien se sigue recomendando prudencia en dichas prácticas.

Adicionalmente, se han tomado diversas medidas que afectan específicamente al sector bancario y que tienen como objetivo primordial el mantenimiento de una oferta de crédito que apoye la financiación de la economía real, complementando de esta forma a las medidas de política monetaria. Así, destaca la liberación del colchón de capital anticíclico (que, en el caso de España, sigue situándose en el 0 %), la posibilidad de que las entidades bancarias operen por debajo de la recomendación de capital de Pilar 2, la reducción de los colchones sistémicos o, a nivel del Comité de Basilea de Supervisión Bancaria, el retraso de la aplicación de las novedades de Basilea 3 y de los suelos de capital a la hora de aplicar modelos internos.

Además, se ha llevado una reforma rápida —*quick fix*— del Reglamento europeo sobre requisitos de

capital, incluyendo nuevos elementos para suavizar el *shock* pandémico en los balances de los bancos, tales como la adaptación del factor de apoyo a pymes a la hora de calcular los activos ponderados por el riesgo —incentivando, así, la oferta de crédito hacia estos agentes— y la aplicación de un filtro prudencial para evitar que las variaciones del valor de la deuda soberana afecten directamente al capital de máxima calidad (CET 1)<sup>9</sup> de los bancos.

La regulación prudencial también se ha extendido a otros mercados financieros no bancarios. Así, durante los dos primeros meses de la pandemia, la CNMV prohibió las operaciones en corto sobre los valores cotizados en los mercados regulados. Dicha intervención tuvo como objetivo reducir la volatilidad que imperó en los parqués españoles tras la declaración del estado de alarma. Por su parte, en el mercado de seguros destacó el establecimiento de medidas de apoyo al seguro de crédito a través del Consorcio de Compensación de Seguros.

### 3. Resultados de las medidas de política económica

Como señalábamos al principio del artículo, la pandemia de la COVID-19 ha supuesto una disrupción y una caída del PIB inédita en la historia reciente de la economía española. Las medidas adoptadas, que han supuesto una vigorosa respuesta fiscal como hemos visto, han permitido cumplir con los objetivos para las que fueron diseñadas: proteger el tejido productivo, evitar la destrucción de empleo y mantener las rentas de las familias.

#### Protección del tejido productivo

La protección del tejido productivo ha resultado imprescindible para mitigar el impacto de la pandemia sobre la capacidad productiva de la economía española.

<sup>5</sup> European Banking Authority.

<sup>6</sup> European Securities and Markets Authority.

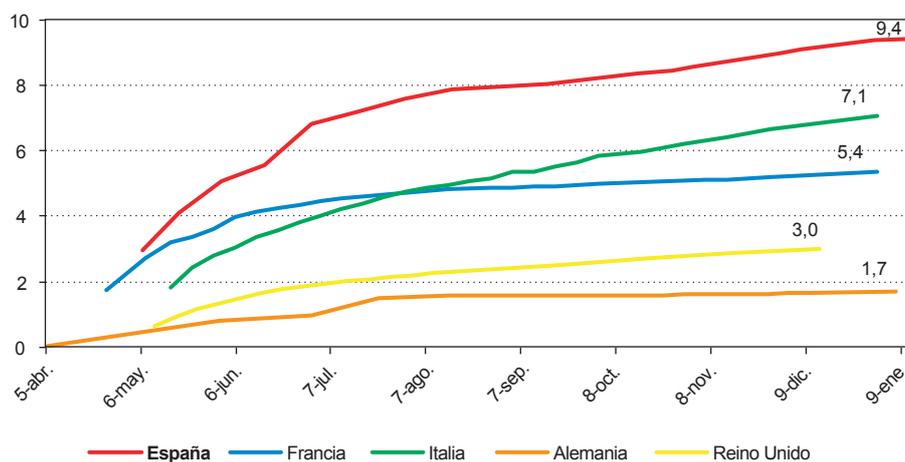
<sup>7</sup> European Insurance and Occupational Pensions Authority.

<sup>8</sup> Comisión Nacional del Mercado de Valores.

<sup>9</sup> Common Equity Tier 1.

FIGURA 1

### MEDIDAS DE APOYO A LA LIQUIDEZ (Financiación acumulada, % PIB 2019)



FUENTE: ICO, Banca d'Italia, Etalab.fr, KfW, UK Treasury.

Por ello, los dos programas de avales públicos mencionados en el apartado anterior, han sido claves para asegurar el flujo de crédito y cubrir necesidades de liquidez en un entorno de elevada incertidumbre y riesgo de restricción del crédito. De hecho, una de las principales diferencias de la respuesta dada por las autoridades españolas con respecto a nuestros socios comunitarios es la clara apuesta por la utilización de este instrumento y la eficacia del mismo, gracias a su diseño, modo de gestión y ejemplo de colaboración público-privada (véase Figura 1).

Estas medidas han sido totalmente justificadas atendiendo a los datos. En concreto, la fuerte caída de ingresos como consecuencia de la pandemia hizo que el número de empresas con necesidades de liquidez aumentara considerablemente. La existencia de estas necesidades, si no se cubren mediante recurso a fuentes de financiación disponibles, aumenta el riesgo de cierre de empresas viables, lo que conllevaría un impacto estructural en el tejido productivo.

La Figura 2 muestra el porcentaje de empresas con déficits de liquidez severo<sup>10</sup> y, por tanto, riesgo elevado de cierre en 2019 y durante el bienio acumulado 2020-2021. La Figura 3 muestra los mismos porcentajes, restringiendo el alcance a las empresas consideradas viables.

Como consecuencia de la pandemia, se produjo un fuerte aumento del número de empresas que padecen déficits de liquidez severos. Esto afectó también de manera significativa a las empresas viables y, especialmente, a las de los sectores más afectados por la crisis como la hostelería o las actividades recreativas, en los cuales el número de empresas viables con déficits de liquidez severos se multiplicó por cinco. En este sentido, Blanco *et al.* (2021) muestran que en 2020 un 70 % de las empresas españolas experimentaron

<sup>10</sup> Situación en la que los ingresos no son suficientes para cubrir los costes operativos y financieros, incluyendo el pago de vencimientos de deuda financiera.

FIGURA 2

**PORCENTAJE DE EMPRESAS CON DÉFICIT DE LIQUIDEZ SEVERO. TODAS LAS EMPRESAS**

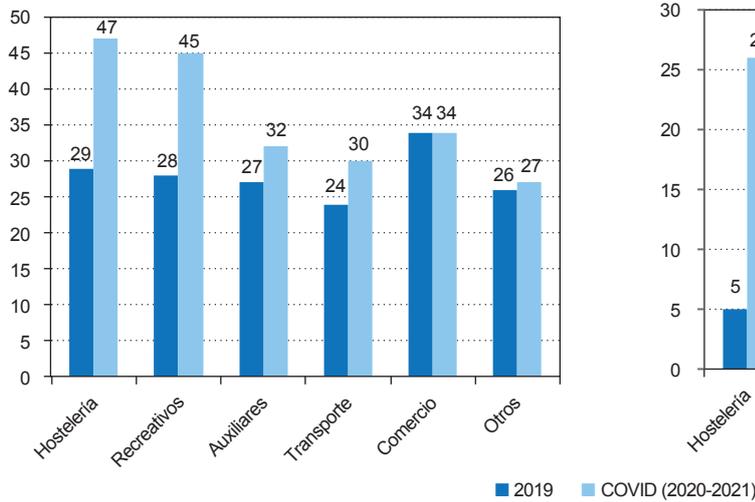
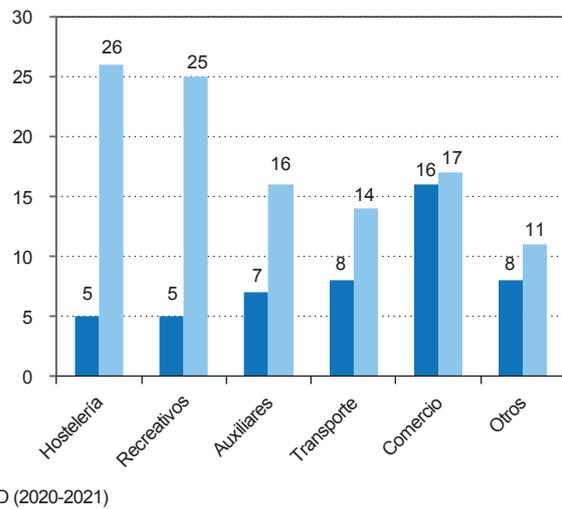


FIGURA 3

**PORCENTAJE DE EMPRESAS CON DÉFICIT DE LIQUIDEZ SEVERO. EMPRESAS VIABLES ANTES DE LA PANDEMIA**



FUENTE: Banco de España (Central de Balances); Dirección General de Análisis Macroeconómico.

necesidades de liquidez, 13 puntos porcentuales superiores de las que habrían tenido en un escenario sin pandemia.

En este contexto, el papel desempeñado por la línea de avales del ICO ha sido clave para mitigar los riesgos derivados del deterioro en la situación financiera de las empresas, reduciendo de forma considerable el número de empresas viables con déficits de liquidez (véase Figura 4).

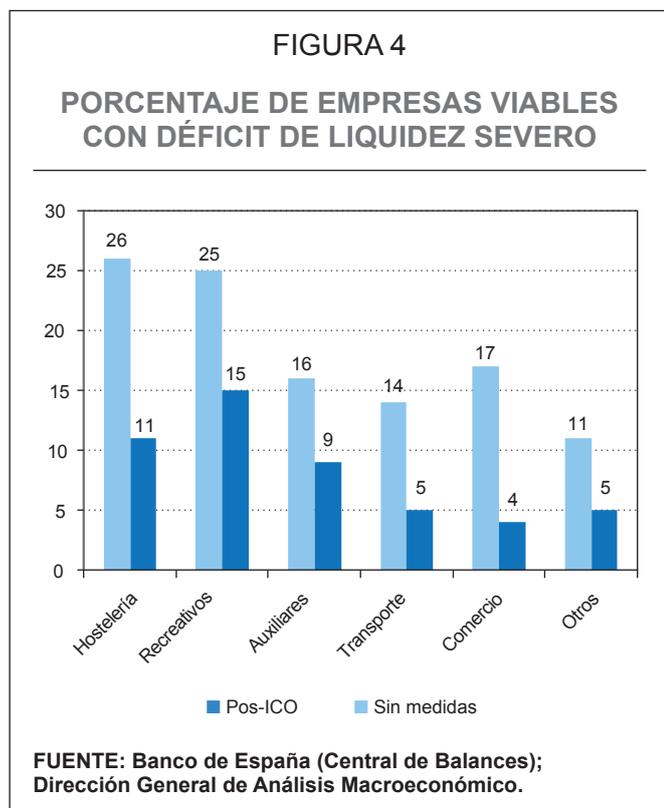
Sin embargo, la severidad de esta crisis económica llevó a la necesidad de implementar herramientas adicionales.

Por un lado, a pesar de la efectividad de la línea de avales del ICO se estima que aún continuaba existiendo un alto porcentaje de empresas con problemas severos de liquidez en los sectores más afectados por la pandemia.

Por otro lado, porque la larga duración de la pandemia podría tener un impacto negativo sobre el

equilibrio de los balances empresariales, lo que obliga a vigilar no solo los problemas de liquidez sino también de solvencia. Si bien el punto de partida de las empresas en esta crisis ha sido de relativa fortaleza tras años de intensa reducción de su endeudamiento, y aunque a nivel agregado los niveles de deuda neta se han mantenido estables en 2020, lo cierto es que el impacto sectorial ha sido muy heterogéneo, de forma que los sectores más afectados por la pandemia, como la hostelería, sí que han mostrado un aumento en sus ratios de endeudamiento. Este aumento del endeudamiento, junto con el deterioro de los beneficios esperados, podría derivar en deterioros de solvencia que acabarán provocando la disolución de parte del tejido empresarial, con el consiguiente impacto en la tasa de paro estructural.

En este contexto se aprobó el Real Decreto-ley 5/2021 de medidas extraordinarias de apoyo a la solvencia empresarial, ya mencionado en el apartado



anterior, en respuesta a la pandemia de la COVID-19, y que contribuyó a mantener la solvencia empresarial a través de dos vías:

- A corto plazo, evitando impagos y quiebras empresariales causados, exclusivamente, por el impacto temporal de la pandemia. Para ello, se articuló una línea de 7.000 millones de euros de ayudas directas a pymes y autónomos. Esta línea estaba particularmente orientada a dar apoyo a las microempresas y a las pymes, al ser estas las que, generalmente, encuentran mayores dificultades de acceso a la financiación. Para ello, se duplica el porcentaje de la caída de ingresos cubierto por el fondo para las microempresas y pymes frente al resto de empresas, y se fija un límite máximo y mínimo por destinatario. Además, para alcanzar la máxima eficiencia en el uso de recursos públicos se estableció un triple criterio para ser elegible por el fondo: haber registrado una base imponible positiva en 2019, pertenecer a uno de los sectores

más afectados por la pandemia y haber registrado una caída de ingresos en 2020 de, al menos, el 30 %. Esta elegibilidad permite garantizar que se dé cobertura a las empresas más castigadas por la pandemia, al mismo tiempo que circunscribe la ayuda únicamente a las empresas viables.

- A medio plazo, evitando el cierre de empresas viables, minimizando así la distorsión en la asignación de factores productivos y su correspondiente impacto en el PIB potencial. Para ello, se articularon dos fondos adicionales: un fondo dotado de 3.000 millones de euros para posibles reestructuraciones de créditos avalados por el ICO, y otro fondo de 1.000 millones de euros para operaciones de recapitalización gestionado por COFIDES.

Así, en el corto plazo se espera que la línea de ayudas directas a pymes y autónomos tenga un efecto significativo en dos frentes, reducir un 50 % adicional el porcentaje de empresas con déficits de liquidez severo (incluso tras el recurso al ICO) en las empresas viables de sectores particularmente afectados y potencialmente beneficiarias del Real Decreto-ley 5/2021 (véase Figuras 5 y 6).

### Evitar la destrucción de empleo

Uno de los objetivos fundamentales a lo largo de la crisis ha sido evitar que, en un mercado de trabajo como el español caracterizado por una alta sensibilidad del empleo al ciclo económico, la contracción de la actividad se tradujera en un aumento severo del número de desempleados. Si una parte sustancial de estos desempleados permanecen en el desempleo durante un período prolongado, se acaba produciendo una destrucción de capital humano que dificulta su reincorporación al mercado laboral, incrementando de este modo la tasa de paro estructural. Por ello, una de las prioridades de las autoridades españolas ha sido la protección del empleo.

Con este fin, se articuló un poderoso programa de ayudas directas destinadas al pago de salarios y cotizaciones de los trabajadores cubiertos por un

FIGURA 5

**PORCENTAJE DE EMPRESAS CON DÉFICIT DE LIQUIDEZ SEVERO. EMPRESAS VIABLES NO BENEFICIARIAS DEL REAL DECRETO-LEY 5/2021**

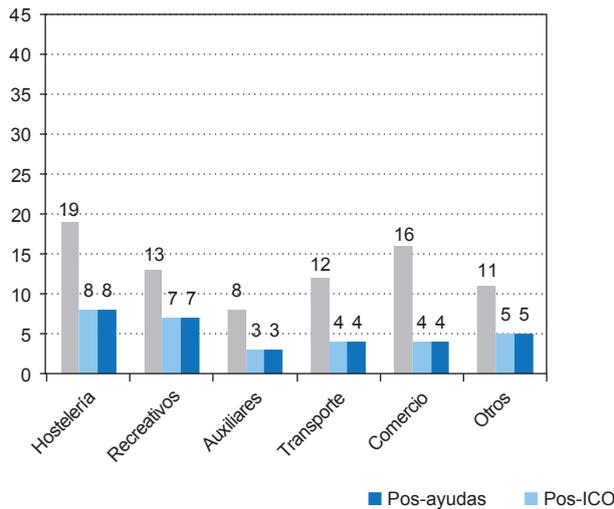
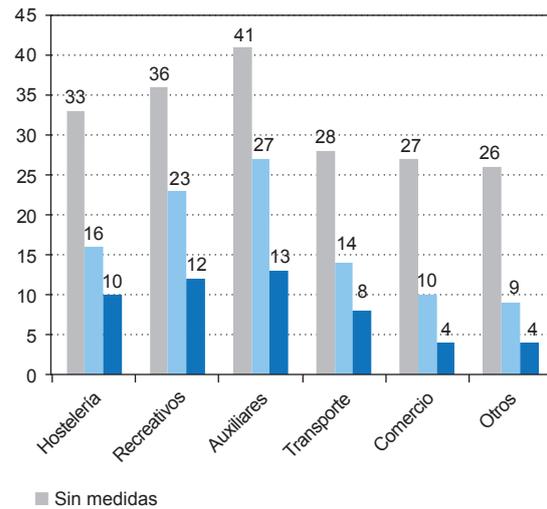


FIGURA 6

**PORCENTAJE DE EMPRESAS CON DÉFICIT DE LIQUIDEZ SEVERO. EMPRESAS BENEFICIARIAS DEL REAL DECRETO-LEY 5/2021**



FUENTE: Banco de España (Central de Balances); Dirección General de Análisis Macroeconómico.

Expediente de Regulación Temporal de Empleo (ERTE). Por medio de esta herramienta, las empresas quedan totalmente exoneradas del pago de salarios y cotizaciones a cambio de mantener su vínculo laboral con el trabajador en cuestión. Esto permite evitar la destrucción de empleo y el posterior proceso de búsqueda de trabajo, el cual resulta costoso y demora la reincorporación del trabajador al mercado laboral, con su correspondiente impacto sobre las cuentas públicas y el PIB.

Gracias a este mecanismo, en el momento más crítico de la pandemia más de 3,4 millones de empleados vieron sus ingresos estabilizados y su empleo protegido. Progresivamente, esta cifra se ha ido reduciendo conforme se han levantado las restricciones y se ha ido recuperando la actividad normal (véase Figura 7).

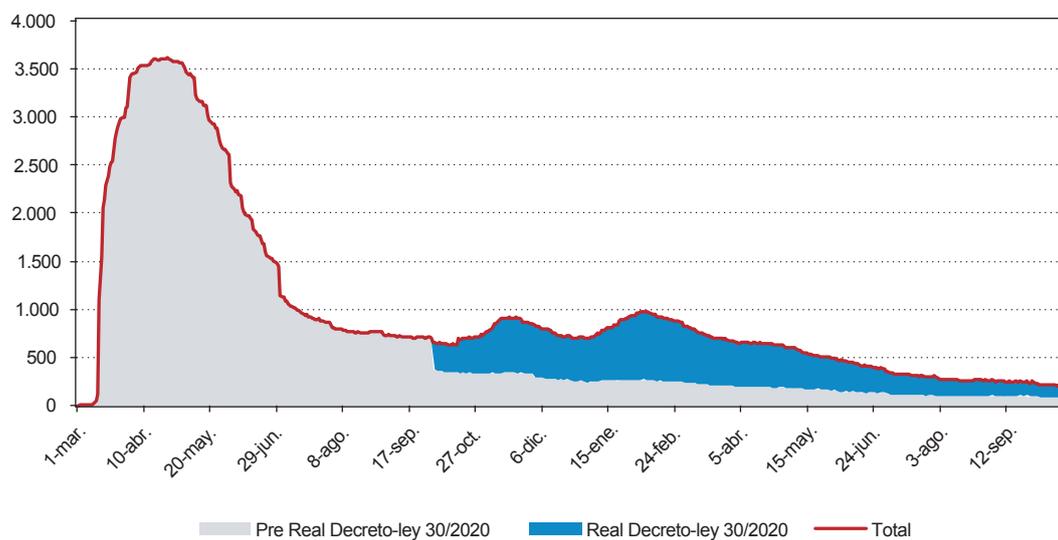
Analizando su distribución por sectores, y controlando por el tamaño relativo de los distintos sectores

según su número de afiliados, se observa que tanto la hostelería como las actividades recreativas son los sectores que más hicieron uso de esta figura al comienzo de la pandemia y que más continúan haciéndolo en la actualidad. Sectores como el comercio, la educación o la construcción han experimentado una caída relativamente más pronunciada conforme se han ido levantando las restricciones sanitarias (véase Figura 8).

El papel que los ERTE han tenido en la estabilización del empleo constituye, sin lugar a dudas, una de las principales diferencias de la presente crisis con la Gran Recesión. En concreto, a pesar de que la contracción del PIB ha sido cerca del doble a la acontecida en la recesión de 2008, la afiliación bruta a la Seguridad Social ha recuperado rápidamente la caída experimentada (véase Figuras 9 y 10).

FIGURA 7

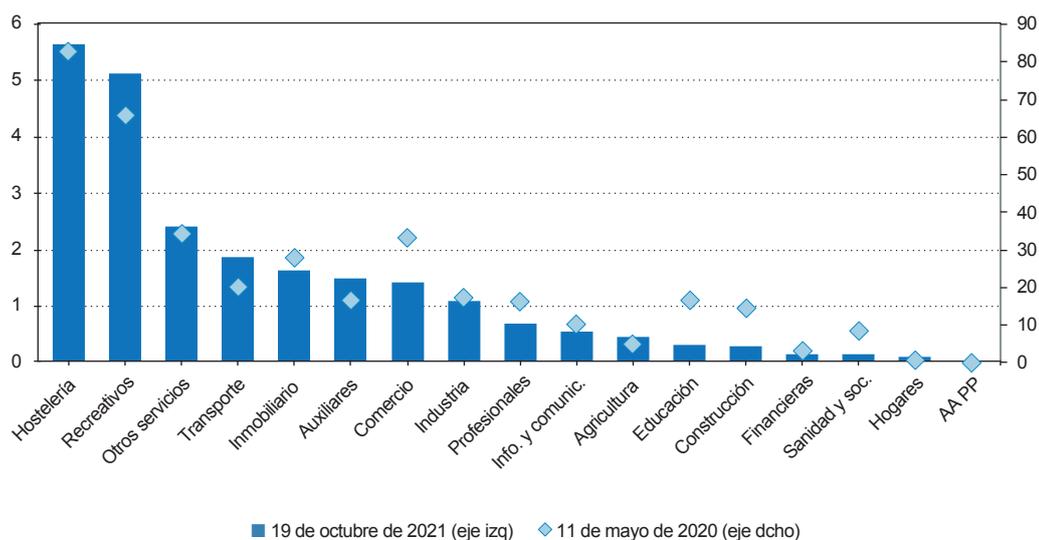
TRABAJADORES EN ERTE  
(En miles)



FUENTE: Tesorería General de la Seguridad Social.

FIGURA 8

TRABAJADORES EN ERTE  
(En % de afiliados por sección)



FUENTE: Tesorería General de la Seguridad Social.

FIGURA 9

**PIB REAL**  
(100 = Trimestre anterior al comienzo de crisis)

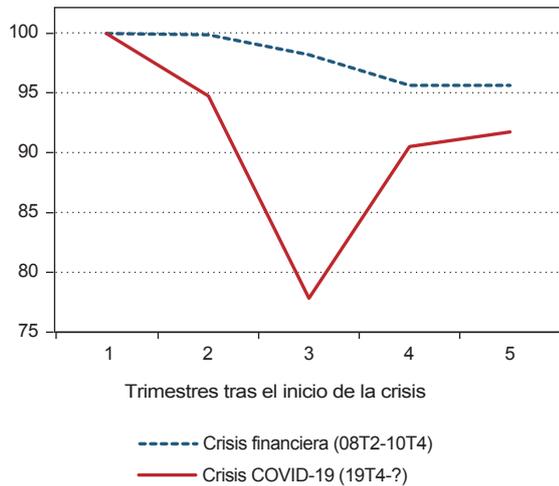
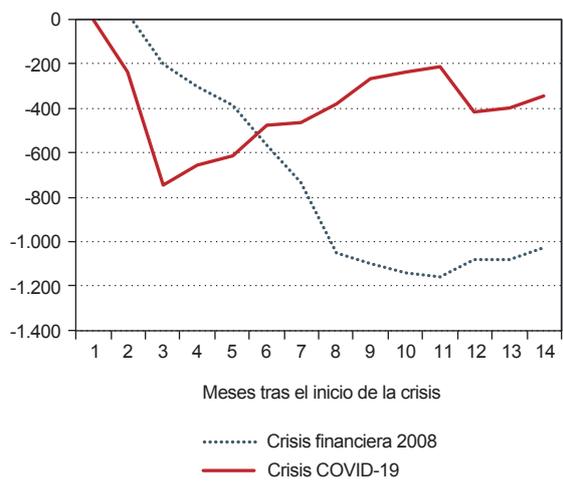


FIGURA 10

**AFILIACIONES A LA SEGURIDAD SOCIAL**  
(Régimen General, variación acumulada en miles)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística; Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

De forma análoga, el papel desempeñado por los ERTE en la protección del empleo puede valorarse positivamente respecto al escenario que habría ocurrido en ausencia de este instrumento. Así, con base en la Ley de Okun (relación entre la actividad económica y la tasa de paro) histórica de la economía española se estima que ante una caída del PIB como la acontecida en esta crisis, la tasa de paro habría aumentado cerca de diez puntos porcentuales, frente al aumento de apenas 1,4 puntos experimentado durante la crisis de la COVID-19. Esto se debe a que, tradicionalmente, el mercado laboral español se ha caracterizado por tener un fuerte ajuste en el margen extensivo, es decir en el número de empleados, ante contracciones de la actividad económica.

En esta ocasión, en cambio, los ERTE han propiciado que el ajuste se haga sobre el margen intensivo, es decir, reduciéndose las horas trabajadas y no el número de empleados. En esta línea, Osuna y García-Pérez (2021) utilizan un modelo de búsqueda

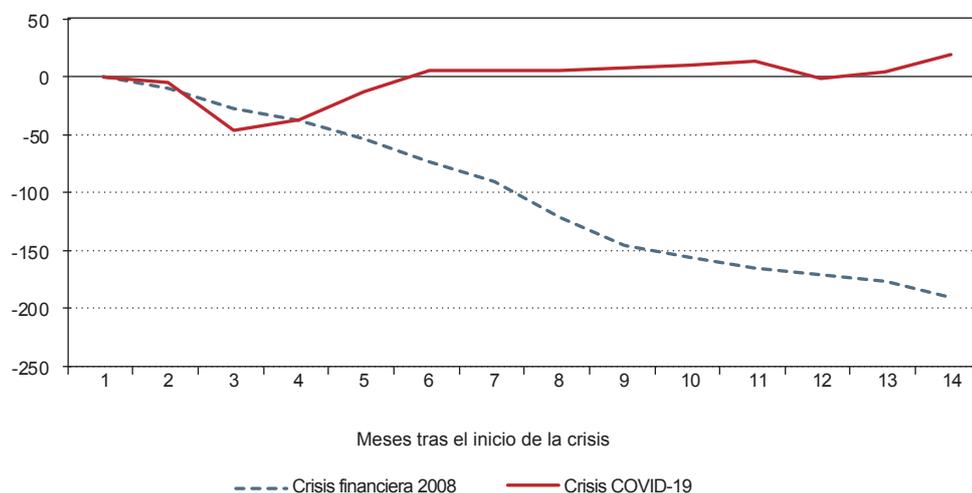
y emparejamiento calibrado para la economía española para analizar el impacto de los ERTE y encuentran que el aumento de la tasa de paro habría sido mucho más intenso (hasta superar el 40 %) si el ajuste se hubiese producido a través del margen extensivo, en ausencia de un mecanismo de tiempo reducido con apoyo económico como los ERTE.

La protección del empleo debe coordinarse, sin embargo, con incentivos adecuados a la reapertura de los negocios. Por ello, la articulación de esta medida se ha ido adaptando a la evolución de la pandemia, garantizando la protección a los sectores más afectados, al mismo tiempo que se fomenta la readmisión de los trabajadores y el retorno a la actividad en el resto de sectores.

Pero los beneficios de este instrumento van más allá de la protección del empleo. En efecto, los ERTE han provisto a las empresas de una fuente adicional de liquidez en un momento crítico, y han servido también como un instrumento efectivo para el mantenimiento de rentas. Además, sus beneficios se extenderán hasta el

FIGURA 11

### AFILIACIONES RÉGIMEN ESPECIAL DE TRABAJADORES AUTÓNOMOS (RETA, Seguridad Social, variación acumulada en miles)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística; Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

medio plazo al haberse evitado el inicio de una espiral negativa en el mercado de trabajo con impacto sobre el desempleo estructural.

No obstante, las medidas adoptadas no solo han estado limitadas a los trabajadores por cuenta ajena. Así, se aprobó también una prestación extraordinaria por cese de actividad para trabajadores autónomos, permitiendo proteger sus ingresos. Los efectos de esta medida han sido también relevantes si se compara la evolución de las afiliaciones con respecto a la experimentada en la Gran Recesión (véase Figura 11).

#### Mantenimiento de la renta de los hogares

Si bien es innegable que una de las claves para mantener la renta de los hogares es la protección del empleo, lo cierto es que se han articulado políticas adicionales que han contribuido a apuntalar la protección de la renta de los colectivos y familias más vulnerables y perjudicados por la paralización de la actividad.

Así, destaca, en primer lugar, la creación de una cobertura extraordinaria de incapacidad laboral de los trabajadores afectados por la COVID-19, incluido el aislamiento. Esto ha permitido que aquellos trabajadores que no pudieran acudir a sus puestos de trabajo, bien por padecer la enfermedad o bien por estar aislado siguiendo las recomendaciones de las autoridades sanitarias, no vieran mermada su renta salarial.

Por su parte, el Estado ha distribuido una cuantía importante de recursos entre las comunidades autónomas para la atención a los colectivos más vulnerables. De igual forma, la autorización de gasto a los ayuntamientos para la asistencia a personas dependientes ha reforzado la cobertura otorgada a los grupos más vulnerables. Esto ha dotado de músculo financiero a todos los niveles de la Administración para dar una adecuada cobertura a los grupos poblacionales más afectados por la pandemia.

Por último, la aprobación del Ingreso Mínimo Vital ha supuesto la creación de un instrumento de apoyo de

rentas mínimas que busca prevenir el riesgo de pobreza y exclusión social de las personas sin recursos suficientes para la cobertura de sus necesidades más básicas.

#### 4. Conclusiones

Año y medio después del inicio de la mayor crisis sanitaria, social y económica tras la Segunda Guerra Mundial, los países se van recuperando a un ritmo desigual y con algunos desajustes en la economía debido al rápido impulso de la demanda y la menor capacidad de reacción de la oferta.

La crisis provocada por la pandemia de la COVID-19 ha sido diferente a las anteriores tanto en su origen como en la respuesta de política económica a nivel nacional e internacional y la rapidez con la que los países empiezan a recuperar los niveles previos a la pandemia. Afortunadamente, las lecciones de la crisis financiera han servido para inspirar una respuesta ágil, contundente y bien orientada.

En España la aceleración del proceso de vacunación ha permitido que seamos uno de los países con mayor población vacunada del mundo, gracias a la capacidad y eficiencia de nuestro sistema público de salud, y también a la responsabilidad y conciencia social de la población.

Una responsabilidad que también se ha puesto de manifiesto por parte de los agentes sociales, que han trabajado activamente para llegar a acuerdos en la implementación de las principales medidas económicas adoptadas durante la pandemia.

Los seis acuerdos sociales en defensa del empleo han permitido extender los ERTE e ir adaptando este mecanismo a la evolución de la pandemia y de la economía. Un instrumento que ha sido esencial para mantener el empleo y las rentas de las familias en los momentos más duros de la pandemia y que también está siendo decisivo para que el mercado laboral se esté recuperando con gran dinamismo.

Sin duda, la rápida recuperación del empleo está siendo uno de los elementos diferenciales de esta crisis

y la mejor evidencia de la eficacia de la respuesta de política económica. El nivel de empleo afectivo previo se ha recuperado en octubre de 2021, en poco más de año y medio frente a los más de 10 años que se tardó en la crisis anterior. Una recuperación generalizada de todos los indicadores, con un incremento de la población activa, de la ocupación y de las horas trabajadas, una reducción del paro y un descenso del número de hogares con todos los miembros en paro. Es una mejoría integral que también se ha extendido a prácticamente todos los sectores económicos y a todas las comunidades autónomas.

También en el ámbito empresarial, las medidas adoptadas están permitiendo que no se produzca la denominada «histéresis» y un posible contagio al sistema financiero. Es necesario seguir atentamente la evolución de los problemas que puedan tener las empresas, pero las medidas adoptadas han permitido mantener los flujos de liquidez, especialmente de las pequeñas y medianas empresas, y también prevenir problemas de solvencia.

Estas medidas han sido una red de seguridad eficaz para empresas, trabajadores y familias. Han amortiguado el impacto de la crisis sanitaria sobre el empleo, han provisto a las empresas de una fuente adicional de liquidez y han servido como un instrumento efectivo para el mantenimiento de rentas. Todo ello ha favorecido la estabilización macroeconómica y ha limitado las consecuencias sociales más severas del choque. De hecho, se estima que el conjunto de medidas de apoyo ha evitado la destrucción de más tres millones de puestos de trabajo y una caída del PIB que hubiera superado el 25 % en el conjunto del año 2020.

La Unión Europea ha jugado un papel fundamental en la respuesta de política económica. En primer lugar, mediante la acción del Banco Central Europeo, que ha permitido mantener la estabilidad en los mercados de deuda pública, proporcionando a los Estados el marco necesario para acordar sus medidas. En segundo lugar, mediante la coordinación de las medidas y políticas fiscales de los distintos países, impulsando la actividad en todos ellos y evitando el posible efecto contractivo sobre

la actividad del conjunto de la Unión. En tercer lugar, mediante las medidas de apoyo financiero a los Estados y las empresas y, finalmente, con los nuevos fondos *Next Generation EU* que suponen un hito en la construcción de una capacidad fiscal común para afrontar tanto los desafíos como las necesidades estructurales de inversión en digitalización y lucha contra el cambio climático.

Unos fondos que en España se canalizan a través del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia y que van a ser fundamentales para transformar el tejido productivo, incrementar la competitividad de las empresas, capacitar a los trabajadores para los nuevos empleos y crear empleo de calidad.

Un plan que incluye inversiones y reformas esenciales para lograr una transición ecológica justa y avanzar en la digitalización y la igualdad social y territorial. Su implementación en los próximos años nos va a permitir incrementar nuestro crecimiento potencial para tener

una economía más fuerte, sostenible e inclusiva. Esta nueva etapa de la política económica debe permitir a las generaciones más jóvenes, golpeadas por dos crisis de gran profundidad, recuperar la perspectiva de las oportunidades y del bienestar.

### Referencias bibliográficas

- Blanco, R., Mayordomo, S., Menéndez, Á. & Mulino, M. (2021). El impacto de la crisis del COVID-19 sobre la vulnerabilidad financiera de las empresas españolas. *Documentos Ocasionales del Banco de España* n.º 2119.
- Chetty, R., Friedman, J. N., Hendren, N., Stepner, M. & The Opportunity Insights Team. (2020). The Economic Impacts of COVID-19: Evidence from a New Public Database Built Using Private Sector Data. *National Bureau of Economic Research, Working Papers* No. 27431.
- Osuna, V. & García-Pérez, J. I. (2021). Temporary layoffs, short-time work and COVID-19: The case of a dual labour market. *Studies on the Spanish Economy eee2021-21. FEDEA.*