

Carta de la Redacción

La recuperación de la economía española está en marcha. Tras haber tocado suelo en el mes de abril, la actividad se ha intensificado en mayo y junio a medida que se avanzaba en el proceso de desescalada, aunque sigue por debajo de los niveles anteriores a la declaración del estado de alarma. A la incertidumbre sobre la evolución de la pandemia, en un contexto donde todavía no se conoce cuándo se podrá disponer de una vacuna efectiva, se unen episodios de rebrotes locales con la consiguiente imposición de limitaciones de algunas actividades sociales y de servicios que, si bien pueden considerarse necesarias para el control del coronavirus, impactan directamente sobre algunos sectores y dan lugar a un deterioro de la confianza de los consumidores y de las expectativas de las empresas. Por ello, las previsiones sobre la evolución esperada de la economía están condicionadas por los datos epidemiológicos de los próximos meses y por la gestión que los gobiernos y los sistemas sanitarios realicen en el ámbito de la salud pública. El margen de error de cualquier previsión, con numerosas perturbaciones que afectan a los escenarios centrales, es por tanto muy superior a lo habitual y los sucesivos ejercicios de predicción y de corrección realizados por toda clase de institutos de investigación y organismos públicos así lo demuestran.

Con la información disponible hasta el momento y bajo el supuesto de nuevos episodios víricos con rebrotes controlados, pero que no provoquen un confinamiento generalizado, **RAYMOND TORRES** y **MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ** presentan en su artículo las previsiones de Funcas para la economía española en el bienio 2020-2021. Los indicadores de actividad muestran señales de reactivación tanto en el consumo como en la producción y es previsible que en los próximos meses se produzca

un leve repunte del turismo y de las exportaciones. Sin embargo, la recuperación será desigual y sectores como hostelería y restauración, transporte, ocio y cultura, e incluso la industria de la automoción, atravesarán una recesión más prolongada que los demás. El rebote esperado en el segundo semestre será insuficiente para compensar el terreno perdido durante el primero y aun con la reacción positiva de hogares y empresas, el PIB caerá un 9,8% en el conjunto del año 2020 y la tasa de paro podría situarse en torno al 18% de media anual, mitigada en parte por los expedientes de regulación temporal de empleo y el descenso de la tasa de actividad. De no suceder crisis sanitarias que obliguen a nuevos confinamientos, la recuperación se prolongará a lo largo de 2021, con un crecimiento previsto del 7% interanual. Sin embargo, el PIB no recuperará su nivel de 2019 como mínimo hasta 2023.

Hasta el momento, la política económica está desempeñando un destacado papel en la reparación de los daños económicos y sociales de la pandemia sobre las empresas y los trabajadores, mediante préstamos avalados por el Estado, prestaciones por desempleo, aplazamientos de impuestos y cotizaciones, y otras ayudas a pymes y autónomos. Sin embargo, el espacio fiscal para la nueva fase que ya se ha iniciado, en la que se requiere el impulso de las políticas dirigidas a estimular la recuperación, está limitado en el caso de España por la insuficiencia estructural de los ingresos públicos y el elevado nivel de deuda de las administraciones públicas. En este contexto, el Plan Europeo de Recuperación se configura como un instrumento financiero primordial para apoyar las inversiones y reformas que la economía española debe afrontar en los próximos años. El artículo de **EDUARDO BANDRÉS**, **LOLA GADEA**, **VICENTE SALAS** y **YOLANDA SAURAS** expone los programas, dotaciones

presupuestarias, calendario y criterios de reparto de los fondos incluidos en dicho Plan. La propuesta, elaborada por la Comisión Europea, deberá ser aprobada por el Consejo Europeo y se integrará en el Marco Financiero Plurianual 2021-2027. Los criterios para la asignación de los fondos entre los países miembros, el calendario de pagos y las condiciones que deberán cumplir los programas presentados por los Estados, así como su posterior monitorización, son aún objeto de discusión en el momento de escribir estas líneas. En todo caso, el Plan de Recuperación parece configurarse más como un marco de apoyo a las políticas de oferta (de reformas) que como un impulso fiscal de emergencia a la recuperación económica, aunque resulta innegable el efecto multiplicador de la inversión pública sobre el crecimiento. Porque la disponibilidad de recursos estará, de uno u otro modo, sujeta al cumplimiento de objetivos y a un estricto programa de reformas con hitos precisos sobre su implementación. En tal sentido, será fundamental alinear los proyectos presentados con las recomendaciones específicas del Semestre Europeo para España y con las observaciones formuladas por el Consejo Europeo al Programa Nacional de Reformas. Entre tanto, la urgencia de la situación aconseja aprovechar al máximo, ya en este año 2020, las posibilidades que ofrece el paquete de medidas aprobado en el mes de mayo por la Unión Europea, en el que se incluyen el instrumento para mitigar los riesgos del desempleo (SURE), la línea de crédito del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) destinada a cubrir los costes directos e indirectos de la pandemia, y la financiación reforzada del Banco Europeo de Inversiones.

Entre los sectores que mayor impacto van a sufrir como consecuencia de la crisis del COVID-19 están, indudablemente, todos los relacionados con el turismo. La caída en el número de turistas internacionales acarrearán un desplome de los ingresos de la balanza por cuenta corriente y un efecto enorme sobre el empleo y el valor añadido de la hostelería, el transporte, el comercio y las actividades de ocio y recreación. Como explican GONZALO GARCÍA ANDRÉS y ANDREU GARCÍA BAQUERO en su artículo, uno de los factores que explican el impacto diferencial de la crisis provocada por la pandemia en España es, justamente, el peso de las actividades turísticas; según las cuentas satélite del INE, el 12,3% del PIB nacional y el 12,7% del empleo. De este modo, entre 2 y 2,5 puntos de la caída del PIB total de la economía española en 2020 estarían asociados al turismo. El Gobierno ha presentado recientemente un plan de impulso para el sector que complementa con nuevas acciones de apoyo los recursos que ya

se han destinado al mismo en forma de préstamos avalados por el ICO, expedientes de regulación temporal de empleo, cese de actividad de autónomos y aplazamiento de impuestos. Con todo, la dotación económica del plan puede parecer todavía moderada si se compara con las pérdidas que tendrá que afrontar el sector en 2020. También en este punto, el Plan Europeo de Recuperación puede proporcionar recursos a un sector que está siendo especialmente golpeado por la pandemia, para implementar reformas que mejoren la calidad de la oferta turística española.

Si entre las actividades de servicios, las relacionadas con el turismo son las que con mayor intensidad soportan el impacto negativo de la crisis, en el sector secundario, la industria de la automoción es la que atraviesa mayores dificultades. También en este caso, se trata de un sector con una aportación importante a la balanza por cuenta corriente y con un peso muy relevante en la economía española: en torno al 9% del PIB y cerca del 8% del empleo. El artículo de MARÍA JOSÉ MORAL contextualiza los problemas actuales del sector, ilustrados por la fuerte caída de las exportaciones, tomando una perspectiva más amplia que tiene que ver con la madurez de los mercados de destino de la producción española así como con la tecnología más frecuente en los vehículos españoles, más intensiva en vehículos diésel que otros países competidores que han iniciado antes la transición hacia modelos híbridos y eléctricos. En este último punto radicaría la principal amenaza para la industria automovilística nacional, porque además su propia corrección solo puede realizarse a medio plazo y está en manos de empresas matrices localizadas en otros países. Por eso es necesario implementar medidas que ofrezcan opciones transitorias para los vehículos de combustión reduciendo la incertidumbre regulatoria y favoreciendo una transición que no afecte de forma significativa al empleo y a la propia industria. De lo contrario, medidas destinadas a reactivar la demanda –para recuperar la producción europea– podrían trasladarse en su mayoría a un incremento de importaciones de coches eléctricos procedentes de terceros países.

En un sentido más general, RAFAEL MYRO analiza en su trabajo el impacto de la pandemia sobre la producción manufacturera, que habría sido muy cercano al del conjunto de la economía, aunque cabe esperar que la industria recupere la normalidad con mayor rapidez que los servicios a partir del tercer trimestre del año. Con todo, todavía no se habría recuperado lo perdido durante la Gran Recesión, de modo que el reto para reforzar la posición industrial de la economía española se ve

ahora inmerso en un contexto de profundos cambios corporativos, organizativos y tecnológicos, derivados de la doble transición energética y digital. También aquí el Plan Europeo de Recuperación puede constituir una oportunidad para el conjunto de las manufacturas españolas, habida cuenta además de la insistencia en aumentar la resiliencia de Europa en determinadas actividades estratégicas. La economía española adolece de un serio problema de productividad tanto en la industria como en algunos servicios avanzados que, en términos generales, tiene más que ver con el bajo peso de los activos intangibles que con la dotación de capital físico. Por ello, los objetivos de la política industrial tienen que alinear la actuación del sector privado con un mayor esfuerzo tecnológico y de innovación, mejorando a su vez las competencias económicas que son determinantes de la calidad de la gestión. Pero la política industrial tiene también ante sí la tarea de reestructurar los grandes sectores, como el de la automoción, con importantes economías de aglomeración y que se ven muy afectados por las exigencias ambientales y digitales de la nueva movilidad.

El sector bancario se está revelando como un eje central para la implementación de la política financiera de los gobiernos destinada a reducir los efectos negativos del COVID-19 sobre la liquidez de las empresas, así como para la canalización de los recursos destinados a impulsar la reactivación de la economía. SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ tratan de responder a la pregunta de cuánto crédito puede ser suficiente para cubrir las necesidades de financiación empresarial derivadas del periodo de inactividad y de la posterior recuperación. Probablemente, más del que por el momento se ha canalizado mediante avales públicos. Si se llegaran a agotar los 100.000 millones inicialmente previstos se estaría cubriendo en torno al 30% de las nuevas operaciones de crédito de las empresas españolas en 2019, y la evidencia que se deduce de varias entidades acredita que la demanda de financiación habría superado ampliamente a la oferta.

Todo parece apuntar, por tanto, a que será preciso prolongar los programas que están actualmente en vigor, entre los que los préstamos con avales del ICO ocupan un lugar destacado.

La banca ha sufrido también, en forma de caídas de su valoración bursátil, los efectos de la incertidumbre desatada por la crisis del COVID-19. En el caso de la eurozona, la caída ha sido mayor que el componente agregado de todos los sectores, a pesar del fortalecimiento en términos de solvencia, liquidez y calidad de los activos alcanzado en los últimos años. No obstante, como señalan ÁNGEL BERGES, MARTA ALBERNI y DIEGO AIRES, conforme se ha avanzado en el control de la pandemia y en la actuación compensatoria de la política económica, se ha dado paso a una recuperación de las cotizaciones que ha sido más intensa en la banca que en el agregado sectorial. De algún modo, dicha recuperación estaría en parte ligada a los esfuerzos de saneamiento que, ya en su cuenta de resultados del primer trimestre del año, realizaron las entidades para anticiparse a los efectos de la pandemia.

El último artículo de este número de *Cuadernos de Información Económica* aborda una cuestión que ha despertado un creciente interés en los últimos años: la valoración de los criptoactivos. Dicho interés tiene mucho que ver con el desarrollo de este tipo de nuevos activos financieros y con la existencia de distintos episodios que podrían identificarse como burbujas especulativas que han arrojado fluctuaciones desorbitadas en su cotización. PROSPER LAMOTHE FERNÁNDEZ y PROSPER LAMOTHE LÓPEZ revisan los principales enfoques de valoración de los criptoactivos, para identificar las variables críticas que lo determinan, en particular, factores como la velocidad de circulación de las criptomonedas, la percepción que los agentes económicos tienen de su comportamiento como depósito de valor o las expectativas sobre el éxito de las plataformas de productos y servicios que emiten activos como los *criptotokens*.