

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2023): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE JUNIO DE 2021**Rasgos principales**

El Banco Central Europeo (BCE) dio a conocer, tras la reunión de su Consejo de Gobierno del 10 de junio, sus proyecciones más recientes para el conjunto del área del euro, referidas al período 2021-2023¹. El objeto de este recuadro es describir las proyecciones para la economía española que constituyen la contribución del Banco de España a esas previsiones agregadas de la Unión Económica y Monetaria. Las proyecciones para nuestro país incorporan la nueva información conocida entre la fecha de publicación de las anteriores (el pasado 23 de marzo en el *Boletín Económico* 1/2021²) y el 27 de mayo.

La recuperación iniciada por la economía española en la segunda mitad del pasado año se interrumpió en el primer trimestre de 2021, cuando el producto interior bruto (PIB) cayó un -0,5%, según las estimaciones preliminares del Instituto Nacional de Estadística (INE) (tasa muy próxima al -0,4% anticipado por el Banco de España en su escenario central de marzo). Este retroceso del producto tuvo lugar en un contexto en el que el repunte en la incidencia de la pandemia en torno al cambio de año hizo necesario un endurecimiento de las medidas aplicadas para contenerla, y en el que otros factores de naturaleza transitoria (que incluyeron el temporal de nieve de comienzos de enero o el bloqueo del canal de Suez) tuvieron también un cierto impacto negativo sobre la actividad. En todo caso, el descenso de la incidencia de la pandemia a partir de principios de febrero permitió una cierta relajación gradual de las restricciones para contenerla, lo que favoreció que a lo largo del trimestre pudiera observarse ya una cierta mejora paulatina de la actividad.

De acuerdo con la información disponible más recientemente, este repunte de la actividad se ha intensificado notablemente en el transcurso del segundo trimestre del año, en consonancia con la evolución más favorable de la pandemia. En concreto, el progreso de la campaña de vacunación ha conducido a una reducción de las cifras de contagios, que, al concentrarse además

en grupos poblacionales de menor edad, ha dado lugar a una disminución de la proporción de casos graves y, por tanto, de las cifras de mortalidad. Ello ha permitido un alivio gradual de las medidas de contención, proceso en el que supuso un hito el fin del estado de alarma, el pasado 9 de mayo.

La mejoría de la información coyuntural se está haciendo especialmente patente en las respuestas de las empresas en la edición más reciente de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Económica (EBAE)³, en la afiliación efectiva [esto es, en las cifras de afiliación a la Seguridad Social descontados los trabajadores sujetos a un expediente de regulación temporal de empleo (ERTE)] y en los indicadores de confianza. En todos los casos, un rasgo común es que la recuperación es más intensa en los servicios, en concordancia con el levantamiento parcial de las restricciones que pesan sobre aquellas actividades en las que la interacción social desempeña un papel importante, lo que, en definitiva, está ensanchando, desde la perspectiva de las ramas productivas, la base sobre la que se asienta la recuperación. A modo de ejemplo, el índice PMI de actividad del sector servicios se ha situado desde abril, por primera vez en casi un año, en niveles coherentes con un comportamiento expansivo de su valor añadido.

A la luz de esta información, se espera que el PIB experimente un repunte significativo en tasa intertrimestral en el segundo trimestre del año. No obstante, la incertidumbre acerca de la magnitud de este rebote es elevada. Por un lado, las estimaciones resultantes de los modelos de corto plazo están aquejadas de las lógicas limitaciones que se derivan de la relativa escasez de datos referidos al segundo trimestre. En particular, no se dispone de información cuantitativa acerca de la evolución de la actividad en junio y la relativa a mayo es muy reducida. Por otro lado, la interpretación de los datos entrantes se ha vuelto más compleja a partir de este trimestre, porque las comparaciones interanuales han perdido gran parte de su contenido informativo (ya que se establecen frente a meses de 2020 posteriores a la

1 Véase *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2021*.

2 En comparación con las *Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2021-2023)*, publicadas como recuadro 1 del «Informe trimestral de la economía española», en el *Boletín Económico*, 1/2021, las proyecciones actuales incluyen los cambios observados entre el 16 de marzo y el 18 de mayo en los supuestos técnicos, en las hipótesis presupuestarias y en la evolución proyectada del contexto exterior de la economía (salvo por lo que respecta al área del euro, para el cual la fecha de cierre de la información es el 26 de mayo). Además, las proyecciones incorporan las estimaciones preliminares de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) para el primer trimestre de 2021.

3 M. Izquierdo (2021), «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad (EBAE): tercera edición», Notas Económicas, *Boletín Económico*, 2/2021, Banco de España.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2023): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE JUNIO DE 2021 (cont.)

irrupción de la pandemia)⁴. Con las cautelas que se desprenden de estas consideraciones, se estima que el crecimiento del PIB en el segundo trimestre podría ascender a un 2,2 % en tasa intertrimestral en el escenario central de estas proyecciones.

A pesar de los desarrollos favorables recientes, las perspectivas económicas para el resto del año siguen estando muy condicionadas por la incertidumbre acerca del horizonte temporal necesario para una superación plena de la crisis sanitaria. La actual aceleración del proceso de inmunización está contribuyendo, como se ha indicado, a contener las tasas de propagación de la pandemia, lo que proporciona un contexto favorable para que la economía española pueda adentrarse en una etapa de crecimiento sostenido. Pero, por otro lado, el propio levantamiento de las medidas de contención está frenando el descenso de la tasa de reproducción de la enfermedad, lo que impide descartar por completo la posibilidad de un nuevo repunte de la pandemia, como muestra la experiencia de algunas economías que han avanzado más rápido que la española en el proceso de vacunación. Estas dificultades para controlar plenamente la enfermedad en el corto plazo, que afectan también, como es lógico, a otras economías de nuestro entorno, son relevantes para España en la medida en que su estructura productiva descansa en mayor grado que en otros países sobre el turismo, y esa importancia se acrecienta ante la inminencia de la temporada alta estival. En concreto, a partir de las previsiones más recientes del propio sector, se estima, en el escenario central de estas proyecciones, que las exportaciones de turismo alcanzarán en el tercer trimestre de este año un nivel cercano al 50 % del registrado en el mismo período de 2019 (véase gráfico 2).

En línea con las previsiones oficiales, las proyecciones consideran que hacia finales de agosto estará vacunado el 70 % de la población española, lo que permitiría que, a partir de entonces, se dieran nuevos pasos en el levantamiento de las medidas de contención hasta su total desaparición, a finales de 2021⁵. Bajo este supuesto,

el comportamiento de la actividad en nuestro país a partir del segundo semestre de este año dejaría de depender de condicionantes epidemiológicos.

Las proyecciones contemplan una continuación de la fase de notable expansión de la actividad hasta el final de 2021, en consonancia con la recuperación de las ramas productivas que hasta ahora se han visto más afectadas por las restricciones frente a la pandemia. El avance del producto se verá impulsado, además, por una serie de factores adicionales. En primer lugar, las perspectivas de crecimiento en los socios comerciales de España están experimentando una mejoría gradual, favorecida por el apoyo continuado de las políticas económicas a nivel global⁶. La recuperación de los mercados mundiales está siendo liderada por las economías avanzadas, cuyos progresos en el proceso de vacunación han sido mucho mayores que en el caso de los países emergentes considerados en su conjunto. La mejora de los mercados de las exportaciones españolas ha sido particularmente pronunciada en el caso de Estados Unidos, donde las perspectivas de la actividad económica se han visto favorecidas por los anuncios recientes de política fiscal, y, en menor medida, en el Reino Unido.

Además, las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE hasta la fecha y las actuaciones de política fiscal en España seguirán proporcionando, a lo largo del horizonte de proyección, un importante respaldo a la demanda agregada y a la renta de los agentes privados. Ello limitará, bajo este escenario central, las huellas que dejará la crisis sobre el tejido productivo y laboral (en términos de destrucción de empresas y de aumento del desempleo estructural). De este modo, sería asimismo reducida la magnitud de los fenómenos de amplificación financiera de la crisis, resultantes de la realimentación entre el deterioro de la solvencia de empresas y hogares, por un lado, e instituciones financieras, por otro. Entre las actuaciones de política económica que favorecerán el ritmo de expansión de la actividad, merece ser mencionado de forma específica el programa *Next Generation EU* (NGEU).

4 Además, en un plano más técnico, las dificultades que los modelos están experimentando para interpretar correctamente los datos entrantes (dado que estos están más influenciados por los vaivenes en la evolución de la pandemia y las restricciones adoptadas para contrarrestar sus efectos que por las propias dinámicas económicas) se están viendo agravadas en estos meses, al estarse viendo mermada la capacidad de los procedimientos disponibles para aislar el componente puramente estacional de las series.

5 La *estrategia de vacunación de la UE* hace un llamamiento a los Estados miembros para que aceleren el despliegue de las vacunas, de modo que «antes del final del verano de 2021, los Estados miembros deberían haber vacunado, como mínimo, al 70 % de la población adulta».

6 Los supuestos acerca de los desarrollos en los mercados de exportación, que se desarrollan con mayor detalle en el anejo 1, proceden de las *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2021*.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2023): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE JUNIO DE 2021 (cont.)

Frente al ejercicio de marzo, el impacto conjunto sobre el crecimiento económico de los cambios en los supuestos sobre los que descansan las proyecciones actuales es positivo. En concreto, los efectos favorables sobre la actividad del comportamiento más dinámico de los mercados exteriores superan en magnitud a los de signo contrario que se derivan de la evolución de algunos otros supuestos, entre los que destacan el alza del precio del crudo y, en menor medida, la apreciación del tipo de cambio.

Como resultado de todo ello, se espera que el crecimiento del PIB alcance el 6,2 % en el conjunto de 2021 (véanse gráfico 3 y cuadro 1). La etapa de elevadas tasas de avance del producto hasta el final de 2021 iría seguida de otra de crecimientos más moderados hasta el final del horizonte de proyección. No obstante, el pronunciado dinamismo de la economía en lo que resta de este año dará lugar a un potente efecto de arrastre sobre la tasa media de variación del PIB en 2022, que ascendería al 5,8 %, antes de desacelerarse hasta el 1,8 % en 2023⁷. El

Gráfico 1
EXPORTACIONES DE TURISMO (2019 = 100)

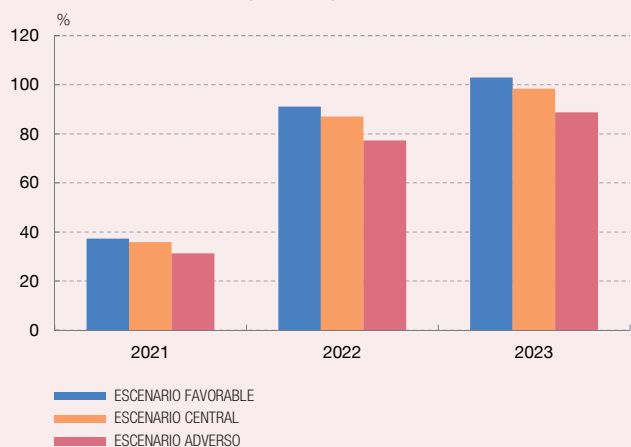
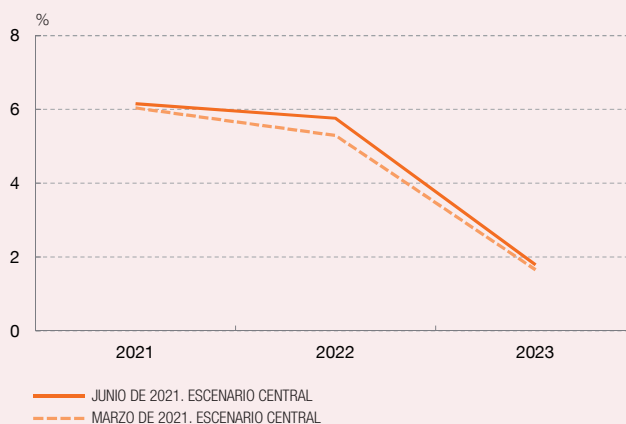


Gráfico 2
PIB REAL. TASAS DE VARIACIÓN



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

Gráfico 3
PIB REAL. NIVEL (IV TR 2019 = 100)

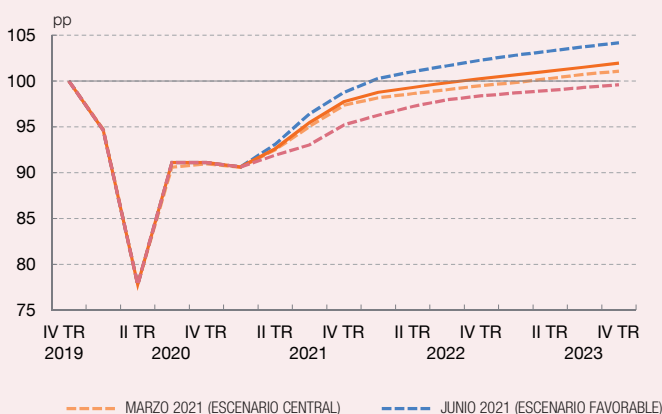
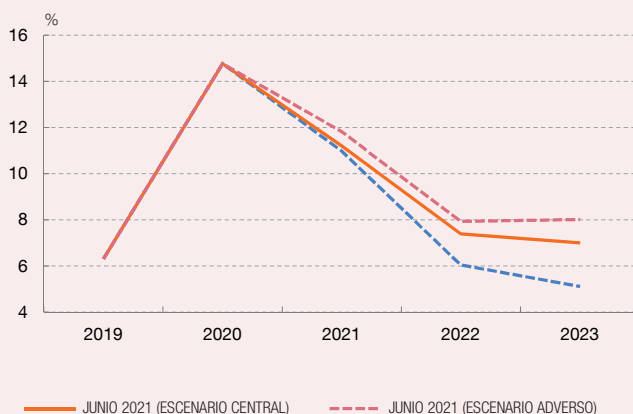


Gráfico 4
TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES E ISFLSH



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

7 Véase J. González Mínguez y C. Martínez Carrascal (2019), «La relación entre las tasas de variación medias anuales y las intertrimestrales del PIB: implicaciones para las proyecciones y el análisis macroeconómico», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 3/2019, Banco de España.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2023): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE JUNIO DE 2021 (cont.)

PIB no alcanzaría el nivel previo a la pandemia hasta el último tramo de 2022 y se situaría un 1,9 % por encima de este al final del horizonte de proyección, lo que indica que, aunque transitorio, el impacto de la crisis sanitaria será relativamente persistente (véase gráfico 4).

En comparación con las proyecciones de marzo, las actuales conllevan una revisión al alza del crecimiento del PIB en 2021 y en 2022 (de 0,2 pp y 0,5 pp, respectivamente), lo que refleja el impacto positivo sobre la actividad del cambio en los supuestos sobre los que se anclan las proyecciones y el mayor dinamismo del producto en el trimestre en curso. Ello compensa los modestos efectos de signo contrario asociados a la revisión de los datos históricos⁸.

Las incertidumbres relacionadas con la pandemia y con sus consecuencias económicas

El grado de incertidumbre acerca de los desarrollos epidemiológicos se ha reducido significativamente con respecto al ejercicio de proyecciones precedente. No obstante, como se ha comentado con anterioridad, estas incertidumbres son todavía relativamente elevadas, sobre todo en el más corto plazo. Además, incluso una vez resuelta la crisis sanitaria, continuarán estando presentes sus consecuencias. Estas pueden adoptar formas muy

diversas, que comprenden desde las posibles secuelas en forma de destrucción del tejido productivo y de aumento del desempleo de larga duración hasta los cambios en los hábitos de los agentes. Estas fuentes de incertidumbre han motivado, como viene ocurriendo desde el inicio de la pandemia, la formulación de dos escenarios alternativos, que se han denominado favorable y adverso.

En el más corto plazo, las diferencias entre los distintos escenarios están motivadas, como se ha apuntado, por la todavía escasa disponibilidad de datos referidos al segundo trimestre del año y por las dificultades para calibrar su relación con la evolución de la actividad, en un contexto en el que la relación entre esta variable y los indicadores de movilidad ha tendido recientemente a hacerse más inestable.

En la segunda mitad de este año, uno de los ingredientes que diferencian los distintos escenarios entre sí es la evolución de la pandemia. Los escenarios alternativos comparten el calendario de vacunación del escenario central, pues se considera que las incertidumbres al respecto se han acotado sustancialmente. Sin embargo, el escenario favorable contempla una prolongación de la reducción de la incidencia de la pandemia observada en

Cuadro 1
PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES MACROMAGNITUDES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a)

Tasas de variación anual

	PIB				Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)				Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos				Tasa de paro (% de la población activa) (b)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
Junio de 2021 (escenario central)	-10,8	6,2	5,8	1,8	-0,3	1,9	1,2	1,2	0,5	0,3	1,0	1,1	15,5	15,6	14,7	13,7
Marzo de 2021 (escenario central)	-11,0	6,0	5,3	1,7	-0,3	1,4	0,8	1,2	0,5	0,5	1,0	1,1	15,5	17,0	15,1	14,1

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.
NOTA: Último dato publicado de la CNTR: primer trimestre de 2021.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 27 de mayo de 2021.
b Media anual.

8 El descenso intertrimestral del PIB en el primer trimestre del año fue, según el avance del INE, una décima más pronunciado de lo proyectado en marzo bajo el escenario central. Por otro lado, los datos más recientes de la Contabilidad Nacional supusieron también pequeñas revisiones de las tasas de crecimiento de los dos trimestres anteriores. Todo este conjunto de información implica que el punto de partida del nivel de actividad sobre el que se anclan las actuales previsiones es algo más desfavorable, desde el punto de vista de la tasa media de crecimiento anual en 2021, que el anticipado en el escenario central publicado en marzo.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2023): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE JUNIO DE 2021 (cont.)

las últimas semanas, lo que permite adelantar el levantamiento de las restricciones a la actividad económica que aún subsisten. Por el contrario, el escenario adverso recoge la posibilidad de nuevos repentes de los contagios, posiblemente vinculados a la aparición de mutaciones del virus con mayor capacidad infectiva y quizás con resistencia a las vacunas, lo que obligaría al restablecimiento de limitaciones tanto al movimiento de las personas como al desarrollo de algunas actividades intensivas en contacto interpersonal. Estas hipótesis alternativas tienen una importancia elevada a la hora de determinar el ritmo de recuperación del turismo en los meses de verano.

En 2022 y 2023, los elementos diferenciadores de los distintos escenarios no tienen una naturaleza epidemiológica, pero sí tienen como denominador común la incertidumbre acerca de las consecuencias económicas de la pandemia en el medio plazo, por lo que respecta tanto a los posibles cambios en el comportamiento de los agentes como a las secuelas que la crisis pueda dejar sobre el tejido productivo de la economía.

Las posibles alteraciones en el comportamiento de los hogares tienen implicaciones directas para dos componentes de la demanda agregada: el consumo privado y los flujos turísticos. Por lo que respecta a la primera de estas dos variables, la pandemia ha llevado aparejado un repunte muy elevado de la tasa de ahorro de los hogares, dado que estos agentes han llevado a cabo una reducción sustancial de su gasto corriente en un contexto en el que sus rentas apenas se han visto afectadas gracias a las medidas de política económica adoptadas⁹. Una parte de este aumento tiene carácter forzoso, en la medida en que responde a la imposibilidad de consumir determinados bienes y servicios mientras lo impedían las medidas de contención de la pandemia. Otra parte se debe a un comportamiento más precavido de los hogares en un contexto de incertidumbre.

A lo largo del horizonte de proyección, el levantamiento de las medidas impuestas hasta ahora para el control de la enfermedad hará que desaparezca por completo el componente forzoso del ahorro, al tiempo que la reducción de la incertidumbre debería conducir a una disminución de su componente voluntario. En el escenario central, se supone que la tasa de ahorro experimentará una reducción

continuada en los próximos años, aunque todavía se situaría, en el promedio de 2023, algo por encima de su nivel previo a la crisis (véase gráfico 1). Ello implica que no se reduciría el elevado volumen de ahorro acumulado desde el inicio de la pandemia. Este supuesto se justifica por diversas razones. En primer lugar, los hogares que han ahorrado han sido fundamentalmente los de rentas más altas, cuya propensión al consumo es más reducida. En segundo lugar, el gasto que se dejó de realizar en su momento no es fácilmente recuperable, pues se trata sobre todo de consumo de servicios (tales como, por ejemplo, hostelería) que no es fácil posponer (a diferencia del caso de los bienes duraderos). Finalmente, los hogares podrían decidir restringir voluntariamente sus niveles de gasto en anticipación de que el elevado volumen de deuda pública acumulado con la crisis conduzca a un aumento de impuestos en el futuro.

En el escenario favorable, se realiza el supuesto de que los hogares recurrirán a utilizar una parte de ese ahorro acumulado durante la crisis en forma de activos líquidos para aumentar su consumo. Como contrapartida, la reducción de la tasa de ahorro del sector sería más pronunciada que en el escenario central, situándose desde 2022 por debajo de los niveles previos a la crisis. Por el contrario, en el escenario adverso, el comportamiento más cauto de los hogares haría que la recuperación del consumo fuera algo más lenta, de modo que la tasa de ahorro permanecería por encima del nivel previo a la pandemia durante todo el horizonte de proyección.

El ritmo de recuperación de las exportaciones de turismo también difiere entre los distintos escenarios, como consecuencia, en el corto plazo, de los diferentes supuestos acerca de la evolución de la pandemia y, a partir de 2022, de las actitudes de los agentes hacia el gasto, lo que incluye los niveles de ahorro precavido que deseen mantener, el grado de reversión de la tendencia que parece haberse observado desde el inicio de la pandemia hacia una cierta preferencia por el turismo nacional y, en el caso de las empresas, el retorno de los viajes de negocios. Bajo el escenario central, los flujos de turismo receptor se situarían al final del horizonte de proyección cerca del nivel previo a la crisis. Este se vería superado en el escenario favorable, mientras que en el adverso las

9 Véase "El ahorro de los hogares durante la pandemia y sus posibles efectos sobre la reactivación futura del consumo", recuadro 4, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2023): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE JUNIO DE 2021 (cont.)

exportaciones de turismo permanecerían todavía cerca de un 10 % por debajo de aquel.

Con respecto a las secuelas de la crisis sobre el tejido productivo, como se ha apuntado, el escenario central considera que esos daños tendrán una relevancia modesta a nivel agregado, como muestra, por lo que respecta al mercado de trabajo, el hecho de que el nivel medio esperado de la tasa de paro en 2023 —del 13,7 %— sea cuatro décimas inferior al observado en 2019, último año antes del inicio de la pandemia, sin que ello sea el reflejo de un descenso en la población activa, que, por el contrario, en términos de los niveles medios anuales, se espera que crezca un 0,4 % entre 2019 y 2023. De modo análogo, dada la senda proyectada para la inversión bruta de las sociedades no financieras y la tasa de consumo de capital fijo, el nivel del *stock* de capital empresarial sería más elevado en 2023 de lo que lo era antes del comienzo de la pandemia. En parte, esta evolución favorable refleja la efectividad de las políticas desplegadas frente a la crisis, uno de cuyos propósitos centrales era, precisamente, evitar daños duraderos a la capacidad productiva de la economía. Además, es también consecuencia, en parte, del hecho de que, aunque la crisis ha tenido un impacto muy intenso sobre algunas ramas, como la hostelería, los efectos serán previsiblemente sobre todo transitorios, pues no existía *a priori* un sobredimensionamiento del tamaño de esas actividades, a diferencia de lo ocurrido en la crisis financiera global, cuando había una evidente necesidad de ajuste de la capacidad instalada en el sector de la construcción.

No obstante, a pesar de estos rasgos positivos, no se puede ignorar que, como resultado de la crisis, se puedan producir cambios estructurales de calado en la estructura productiva de la economía, que traerán consigo la necesidad de reajustes de factores de producción entre distintas ramas y empresas. Frente al escenario central, en el más favorable se asume que esta reasignación de recursos tendrá lugar sin fricciones. Por el contrario, en el escenario adverso, el sobreendeudamiento de algunos segmentos del tejido societario, como consecuencia del largo período de severa reducción de ingresos durante la pandemia, conduciría a un volumen mayor de quiebras empresariales. El consiguiente impacto negativo sobre las ratios de capital de las entidades financieras conduciría a un encarecimiento de la financiación a hogares y a empresas, así como a una disminución de su disponibilidad, con la consiguiente repercusión negativa sobre la actividad económica.

En el escenario favorable, el crecimiento del PIB en 2021 sería algo mayor que en el escenario central a lo largo de todo el horizonte de proyección, lo que permitiría que el producto de la economía se situara, al final de 2023, 4,2 pp por encima del nivel previo a la crisis (véase gráfico 4). Por el contrario, el ritmo más moderado de la recuperación del PIB bajo el escenario adverso haría que este se situara todavía ligeramente por debajo de su cota precrisis al final de 2023.

La evolución de los principales agregados macroeconómicos en el escenario central

Desde el punto de vista de la composición de la demanda agregada, la recuperación proyectada descansará principalmente sobre el componente nacional. No obstante, la contribución del sector exterior al avance del PIB será también positiva en los tres años del horizonte de previsión.

Todos los componentes de la demanda nacional privada mostrarán un notable repunte este año, tras los fuertes retrocesos de 2020 (véase cuadro 2). El consumo privado descendió en el primer trimestre de 2021, al acusar el endurecimiento de las medidas para contener la pandemia en el arranque del año. Sin embargo, ya en el trimestre en curso ha podido observarse un fortalecimiento de este agregado, de acuerdo con los indicadores disponibles. Este mayor dinamismo parece verse refrendado por la menor acumulación de depósitos bancarios de los hogares y por el ligero incremento del crédito destinado a la financiación del consumo. A medida que avance el proceso de vacunación, cabe esperar una relajación de las restricciones que, incluso tras el alivio observado en el segundo trimestre, todavía pesan sobre algunas actividades, lo que permitirá que se prolongue el comportamiento expansivo de este agregado.

La robustez del consumo se verá también favorecida por la recuperación progresiva del mercado de trabajo y, como resultado, de las rentas de los hogares, en las que ganarán peso los ingresos laborales frente a las ayudas públicas. Adicionalmente, la disminución paulatina de la incertidumbre sobre la situación sanitaria y económica favorecería una reducción del componente precautorio del ahorro, y proporcionaría un impulso adicional al gasto de las familias. Como resultado, el consumo se elevaría un 7,1 % en 2021 bajo el escenario central. En el promedio de 2022, la tasa sería todavía elevada (5,7 %), debido al efecto arrastre positivo que se deriva de los fuertes

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2023): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE JUNIO DE 2021 (cont.)

crecimientos esperados entre el segundo y el cuarto trimestre de este año. El consumo alcanzaría su nivel previo a la pandemia a principios de 2023.

Entre los componentes de la formación bruta de capital, se espera, de modo análogo, que la inversión en vivienda recobre un creciente dinamismo a medida que se vaya disipando la incertidumbre y se refuercen las expectativas de renta futura de los hogares, negativamente afectadas por el deterioro del mercado de trabajo registrado desde la irrupción de la pandemia. Un factor adicional que favorecerá el avance de este agregado es la implementación del NGEU. En este sentido, en el detalle del destino que daría España a las transferencias que reciba del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) europeo

se asigna una cuantía elevada a la rehabilitación de viviendas, de acuerdo con el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR).

Dentro de su esperado perfil de recuperación a lo largo del horizonte de proyección, la inversión de las sociedades no financieras presentará un dinamismo especialmente elevado en el segundo semestre de 2021, cuando se verá impulsado por la implementación del NGEU, la recuperación de la demanda final (que incrementará el grado de utilización de la capacidad instalada) y la reducción progresiva de la incertidumbre. Las necesidades de digitalización de los distintos sectores productivos, que se habrían acrecentado tras la pandemia, también favorecerán el avance de este agregado, en un contexto en

Cuadro 2
PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES MACROMAGNITUDES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a)

Tasas de variación anual sobre el volumen y el porcentaje del PIB

	2020	Proyecciones de junio de 2021								
		Escenario favorable			Escenario central			Escenario adverso		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
PIB	-10,8	6,8	7,0	2,2	6,2	5,8	1,8	4,6	5,2	1,7
Consumo privado	-12,1	7,6	7,3	2,4	7,1	5,7	1,7	5,9	5,4	1,3
Consumo público	3,8	1,8	0,1	0,8	1,9	0,3	0,9	2,0	0,4	0,8
Formación bruta de capital fijo	-11,4	8,2	9,4	1,7	8,1	9,3	1,6	7,0	8,8	1,4
Exportación de bienes y servicios	-20,2	13,4	10,7	4,3	11,9	9,5	4,3	8,5	6,4	4,1
Importación de bienes y servicios	-15,8	11,8	8,8	3,6	11,6	8,4	3,4	10,4	6,3	2,4
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	-8,8	6,1	6,2	1,9	5,9	5,3	1,4	5,0	5,2	1,2
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	-2,0	0,7	0,8	0,3	0,3	0,5	0,4	-0,4	0,0	0,5
PIB nominal	-9,9	8,0	8,5	3,8	7,2	7,1	3,4	5,5	6,4	3,2
Deflactor del PIB	1,1	1,1	1,4	1,7	1,0	1,3	1,6	0,9	1,2	1,4
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	-0,3	1,9	1,3	1,3	1,9	1,2	1,2	1,9	1,1	1,1
Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos	0,5	0,3	1,1	1,3	0,3	1,0	1,1	0,2	0,8	1,0
Empleo (horas)	-10,4	7,2	6,4	2,1	6,7	5,4	1,8	5,4	4,9	1,8
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	15,5	15,2	13,7	12,8	15,6	14,7	13,7	16,2	15,7	14,6
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	1,1	1,9	3,7	3,7	1,5	3,1	3,1	0,8	2,1	2,3
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-11,0	-7,8	-4,1	-3,3	-8,2	-4,9	-4,3	-8,9	-5,9	-5,4
Deuda de las AAPP (% del PIB)	120,0	119,0	114,7	113,3	120,1	117,9	118,0	122,6	122,1	123,4

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.
NOTA: Último dato publicado de la CNTR: primer trimestre de 2021.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 27 de mayo de 2021.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2023): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE JUNIO DE 2021 (cont.)

el que, si bien se anticipa un cierto incremento en los costes de financiación, estos se mantendrían en niveles reducidos.

En todo caso, la evolución de la inversión productiva será, previsiblemente, dispar por sectores. En particular, en aquellas ramas cuyos ingresos se han visto mermados de forma significativa por las medidas aplicadas para contener la pandemia, habrá empresas que salgan de la crisis sanitaria con una posición financiera debilitada, por lo que es probable que se enfrenten a una escasez de recursos con los que acometer nuevas inversiones¹⁰. A estos efectos, cabe notar, por un lado, que estas dificultades financieras deberían verse paliadas por las medidas puestas en marcha para ayudar a las empresas viables en situación vulnerable y, por otro lado, que previsiblemente las necesidades de inversión de esas sociedades no sean elevadas, al menos en el corto plazo, dado el reducido grado de utilización de la capacidad productiva que presentan en la actualidad.

La pandemia ha tenido un impacto significativo sobre los intercambios comerciales con el resto del mundo. El efecto ha sido mucho menos duradero en el caso de los flujos de bienes (que ya han recuperado niveles análogos a los observados antes de la crisis) que en los de turismo (puesto que las restricciones aún vigentes inciden de un modo particularmente pronunciado sobre los movimientos de personas entre distintos países). No obstante, en el arranque del año coincidieron distintos factores que redujeron la pujanza de las exportaciones de bienes. Entre ellos se encuentran la escasez de componentes electrónicos (que afectó especialmente a la industria del automóvil, cuyo peso en las exportaciones de bienes españolas es particularmente elevado —un 11 %—), ciertas dificultades logísticas asociadas a la implementación del *brexit* o el bloqueo del canal de Suez. El primero de estos factores resulta relevante, en la medida en que existe el riesgo de que pueda tener una cierta persistencia a lo largo de este año. Por otro lado, la inclusión en los supuestos externos de este ejercicio de proyecciones de los distintos paquetes fiscales anunciados en Estados Unidos (destino del 5 % de las ventas de bienes españoles al resto del mundo) contribuirá positivamente al vigor de las exportaciones de bienes.

En el caso de las exportaciones turísticas, el repunte de la pandemia en España entre finales de 2020 y principios

de 2021 y las consiguientes medidas de restricción de la movilidad y de la actividad hicieron que los flujos de viajeros se mantuvieran en registros muy reducidos en el primer trimestre. De cara a los meses de verano, el avance de las campañas de vacunación en España y en los principales mercados emisores de turistas contribuirá a que se produzca una cierta recuperación, que, no obstante, será incompleta, en la medida en que no se han alcanzado aún niveles suficientemente elevados de inmunidad poblacional. En las proyecciones, los flujos turísticos procedentes del exterior no recuperarán los niveles previos a la crisis sanitaria hasta finales de 2023.

Las importaciones también presentarán una recuperación gradual a lo largo del horizonte de proyecciones, en paralelo con la trayectoria de la demanda final. Además, su avance se verá sostenido por el elevado dinamismo de los componentes con mayor contenido importador, como la inversión en equipo y las exportaciones. Como sucede en la vertiente exportadora, el turismo de los residentes españoles en el resto del mundo seguirá mostrando una elevada debilidad durante un período relativamente prolongado.

En el mercado laboral, las horas trabajadas retomarán una senda ascendente a partir del trimestre en curso, en línea con la recuperación del producto. El crecimiento de las horas trabajadas sería del 6,7 % en 2021, avance que se moderaría hasta el 5,4 % y el 1,8 %, respectivamente, en 2022 y en 2023. Esta recuperación del empleo permitiría reducir el desempleo, hasta situarse por debajo de los niveles prepandemia desde finales de 2022.

A lo largo del horizonte de proyección se espera una mejora sustancial del saldo de las Administraciones Públicas (AAPP), tras el acusado deterioro observado en 2020. La reducción del déficit obedecerá tanto a la naturaleza temporal de una parte de las medidas discrecionales adoptadas para hacer frente a las consecuencias de la pandemia como a la mejora cíclica. No obstante, el déficit público permanecerá en 2023 en cotas todavía muy elevadas (del 4,3 % del PIB). Como resultado de esta evolución del saldo y de la trayectoria proyectada para el PIB nominal, la ratio de endeudamiento público, que en 2020 repuntó fuertemente —hasta el 120 % del PIB—, apenas descendería en 2 pp en el horizonte de proyección.

10 Véase el capítulo 3 «Los efectos de la crisis del COVID-19 sobre los sectores productivos en España: implicaciones económicas y financieras», *Informe Anual 2020*, Banco de España.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2023): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE JUNIO DE 2021 (cont.)**Precios y costes**

La inflación subyacente ha venido mostrando tasas de variación aproximadamente nulas desde el principio del verano de 2020. Estos ritmos de avance tan reducidos están asociados, en gran medida, a los efectos base negativos que se derivan del retroceso de los precios de los servicios más afectados por la pandemia. La desaparición de estos efectos base a partir de este verano, junto con la recuperación progresiva de la demanda de bienes y servicios de consumo, sobre todo precisamente en esas ramas más perjudicadas por las medidas de contención, llevaría a aumentos graduales de la tasa de inflación subyacente desde mediados de año. A pesar de este perfil creciente, la inflación subyacente se mantendrá en niveles moderados a lo largo de todo el horizonte de proyección, hasta alcanzar, en promedio, el 1,1 % en 2023.

Por su parte, el IAPC general está experimentando un considerable repunte en 2021, como reflejo, sobre todo, de la evolución del componente energético, que se está viendo muy condicionada por los efectos base derivados de la significativa caída que presentaron los precios del petróleo durante la etapa inicial de la pandemia. En 2022, la notable desaceleración de los precios energéticos compensaría sobradamente el repunte de la inflación de los servicios y, en menor medida, de los bienes industriales no energéticos, de forma que la variación del IAPC general se moderaría hasta el 1,2 %, nivel en el que permanecería en 2023.

Riesgos

Las perspectivas macroeconómicas siguen estando sometidas a un grado elevado de incertidumbre. El peso, dentro de estas incertidumbres, de los aspectos puramente epidemiológicos se ha reducido, en un contexto en el que las vacunas han demostrado una elevada eficacia contra el virus y la inmunización de la población se ha acelerado. No obstante, la evolución epidemiológica continuará condicionando la actividad en los próximos trimestres, dada la posibilidad de nuevos episodios de contagios, vinculados a una eventual propagación de variedades del virus más infecciosas y, en el peor de los casos, resistentes a las vacunas. La probabilidad de que se produzca de forma autóctona un escenario de esta naturaleza en nuestro país es baja, dados los progresos alcanzados ya en el proceso de vacunación, que han reducido significativamente la circulación del virus. Sin embargo, la probabilidad de que

surjan episodios de este tipo a partir de casos importados del exterior es algo más elevada. Pero, desde la perspectiva de la pandemia, el riesgo mayor para la actividad económica es el de la posible aparición de cepas más contagiosas en economías emergentes, en las que la circulación del virus es mayor y el avance del proceso de vacunación más reducido.

Además, como se ha descrito con anterioridad, existen una serie de elementos de riesgo de naturaleza económica, aunque vinculados a la pandemia, ligados, básicamente, al posible destino que los consumidores puedan dar a la bolsa de ahorro acumulada desde el inicio de la crisis, al ritmo de recuperación de las exportaciones de turismo y al grado de persistencia de los efectos de la crisis sobre el crecimiento potencial (a través del posible impacto sobre el desempleo de larga duración y sobre la destrucción de empresas). El sentido en el que podrían materializarse todos estos riesgos ha sido capturado mediante la construcción de escenarios alternativos al central.

Por último, estos escenarios no han considerado otras fuentes de incertidumbre, como, por un lado, el ritmo de ejecución de los proyectos enmarcados en el NGEU y las dificultades para la medición de su impacto multiplicador sobre la actividad y, por otro lado, el alcance de las políticas públicas para evitar las secuelas de la crisis, favorecer la reasignación de recursos e impulsar la transformación estructural de la economía.

Todos estos factores, que pueden determinar que la evolución de la actividad se aparte de la considerada en el escenario central, constituyen asimismo fuentes de incertidumbre acerca de la senda de la inflación. Además, en el escenario central se realiza el supuesto de que la transmisión a los precios finales y a los salarios de los incrementos observados en los costes de los consumos intermedios de las empresas será limitada. Una traslación más intensa daría lugar a mayores presiones inflacionistas. En sentido opuesto, la reacción de los precios de consumo a la recuperación de la demanda podría ser más débil de lo incorporado en el escenario central, a la luz de la baja sensibilidad que la primera de estas variables ha mostrado ante fluctuaciones de la segunda en los últimos años.

En términos generales, todos estos elementos, considerados en su conjunto, dan lugar a un saldo de riesgos que puede calificarse como equilibrado en relación con el escenario central de las proyecciones, en términos tanto de actividad como de precios.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2023): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE JUNIO DE 2021 (cont.)

ANEJO 1

Los supuestos sobre los que descansan las proyecciones

Los distintos supuestos empleados proceden de las *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2021*. La fecha de cierre de la recogida de información es, en todos los casos, el 18 de mayo, salvo en lo que respecta a los mercados de las exportaciones españolas al área del euro, para los que esa fecha es el 26 de mayo. Los supuestos relativos a las sendas de los tipos de interés, los tipos de cambio y los precios del petróleo y otras materias primas están basados en las cotizaciones observadas en los respectivos mercados en los diez días laborables que preceden a esa fecha. Por su parte, las sendas para los mercados de exportación y los precios de los competidores en su moneda nacional han sido elaboradas por el personal del Eurosistema.

En comparación con los escenarios de marzo, destacan varios cambios en relación con los supuestos utilizados en el escenario central. En primer lugar, la evolución proyectada para los mercados de exportación es ahora más favorable que lo que se anticipaba hace tres meses, sobre todo para 2021 y 2022, con revisiones al alza de las tasas de crecimiento de en torno a 1 pp en 2021 y 2022, y de 0,3 pp en 2023 con respecto a las proyecciones de marzo. En segundo lugar, los precios del petróleo son ahora algo más elevados que los anticipados en marzo, en especial en 2022-2023. Tras el fuerte descenso que presentó en 2020, el precio del petróleo ha aumentado notablemente en 2021, en línea con la recuperación de la demanda mundial. En promedio, se situaría este año en los 65,8 dólares por barril, lo que supone una revisión al alza del 1,4 % con respecto al supuesto utilizado en marzo. Posteriormente, presentaría una tendencia descendente, hasta situarse en 61,9 dólares en 2023 (nivel que es un 5,2 % superior al del ejercicio de proyecciones de marzo). En tercer lugar, los precios de las materias primas no energéticas presentan también una importante revisión al alza en 2021 con respecto a marzo, pero con posterioridad su tendencia descendente es también más marcada que

entonces, de forma que en 2023 serían algo más reducidos de lo anticipado hace tres meses.

Los restantes cambios en los supuestos externos con respecto a los empleados en marzo tienen un tamaño más modesto y, en consecuencia, un impacto menor sobre las proyecciones. El tipo de cambio del euro, variable para la que el supuesto en el horizonte de proyección se toma de su cotización en los mercados de contado, se encuentra ahora ligeramente más apreciado que hace tres meses. La apreciación con respecto a marzo es algo mayor frente al dólar que en términos efectivos nominales, pero no supera el 2 % en ninguno de los dos casos.

Por último, las rentabilidades negociadas en los mercados de deuda soberana a diez años han mantenido una tendencia ligeramente ascendente en los últimos meses, por lo que presentan niveles algo más altos que en el ejercicio de previsión de marzo a lo largo de todo el horizonte de proyección. En cuanto a la senda de los tipos de interés a corto plazo anticipada por los mercados, el euríbor a tres meses se elevaría ligeramente, desde el -0,5 % en 2021 hasta el -0,3 % en 2023.

En el ámbito de la política fiscal, las proyecciones se basan en los presupuestos para 2021 aprobados por las distintas AAPP, así como en la Actualización del Programa de Estabilidad 2021-2024 de España (APE 2021) y el PRTR, recientemente enviados a Bruselas. Además, se tienen en cuenta los últimos datos disponibles de ejecución presupuestaria, con criterios de Contabilidad Nacional, publicados por la Intervención General de la Administración del Estado.

Con respecto al trimestre pasado, se incorporan, por un lado, la nueva prórroga, hasta septiembre de este año, de las prestaciones especiales a autónomos y a trabajadores en ERTE aprobada el pasado 27 de mayo¹¹, y, por otro lado, las ayudas a empresas con problemas de viabilidad como consecuencia de la pandemia aprobadas en marzo¹². Además, se revisa ligeramente a la baja la estimación de los ingresos derivados de los nuevos impuestos introducidos a comienzos de este año o

11 En esta prórroga se revisan ligeramente las condiciones aplicables a autónomos y a asalariados cuya actividad se encuentra suspendida por el COVID-19, pero, sobre todo, se introducen nuevas exenciones de cotizaciones sociales para los trabajadores reincorporados a la actividad y para los autónomos que estuvieran recibiendo alguna prestación el 31 de mayo (véase RDL 11/2021).

12 Estas medidas incluyen: 7 mm de euros en forma de ayudas directas a las empresas, 3 mm destinados a la reestructuración de deudas y 1 mm para inyecciones de capital (véase RDL 5/2021). El impacto negativo sobre el saldo de las AAPP es de 10 mm de euros, ya que las inyecciones de capital elevan los activos financieros y la deuda de las AAPP, pero no afectan al saldo presupuestario. En las proyecciones se asume que el grueso de este impacto tendría lugar en 2021 (8,5 mm).

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2023): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE JUNIO DE 2021 (cont.)

actualmente pendientes de aprobación^{13, 14}. Con todo ello, el impacto global neto sobre el déficit de las AAPP de las medidas aprobadas para este año asciende al 2,1 % del PIB (2 pp menos que en 2020).

Asimismo, los supuestos sobre la absorción por las AAPP españolas de los fondos procedentes del NGEU se han revisado a la luz de la nueva información contenida en el PRTR (que, tras su presentación el pasado 30 de abril,

deberá ser aprobado próximamente por las autoridades europeas) y en la APE 2021. El grado de detalle sobre los proyectos que se van a acometer con cargo a los recursos del NGEU es ahora más elevado. Sin embargo, se mantiene todavía un grado considerable de incertidumbre con respecto al ritmo al que puedan ser absorbidos estos fondos por las AAPP españolas y, consecuentemente, con respecto a su distribución temporal. En las nuevas proyecciones para 2021, se incorpora en torno al 50 % del

Cuadro 3
ENTORNO INTERNACIONAL Y CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS (a)

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	2020	Proyecciones de junio de 2021			Diferencia entre las previsiones actuales y las del escenario análogo de marzo de 2021 (b)			
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	
Entorno internacional								
Mercados de exportación de España (c)	Escenario favorable		10,0	7,7	3,5	-0,1	1,9	0,3
	Escenario central	-10,9	8,6	6,4	3,5	0,9	1,0	0,3
	Escenario adverso		5,1	3,3	3,3	1,6	0,3	-0,4
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	42,3	65,8	64,6	61,9	0,9	3,3	3,0	
Condiciones monetarias y financieras								
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,14	1,21	1,21	1,21	0,01	0,02	0,02	
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (d) (nivel 2000 = 100)	117,8	122,7	123,0	123,0	0,9	1,4	1,4	
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses) (e)	-0,4	-0,5	-0,5	-0,3	0,0	0,0	0,1	
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años) (e)	0,4	0,5	0,9	1,1	0,2	0,3	0,3	

FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

- a** Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 18 de mayo de 2021. Las cifras en niveles son promedios anuales, y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- b** Las diferencias son en tasas para los mercados de exportación, en nivel para el precio del petróleo y el tipo de cambio dólar/euro, porcentuales para el tipo de cambio efectivo nominal y en puntos porcentuales para los tipos de interés.
- c** Los supuestos acerca del comportamiento de los mercados de exportación de España presentados en el cuadro se obtienen a partir de las *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de junio de 2021*.
- d** Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
- e** Para el período de proyección, los valores del cuadro constituyen supuestos técnicos, elaborados siguiendo la metodología del Eurosistema. Estos supuestos se basan en los precios negociados en los mercados de futuros o en aproximaciones a estos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.

13 Ello incluye los nuevos impuestos sobre determinados servicios digitales y sobre transacciones financieras y los aumentos impositivos incorporados en los Presupuestos Generales del Estado para 2021, así como las nuevas figuras tributarias sobre plásticos no reutilizables y sobre residuos, actualmente sujetas a tramitación parlamentaria. El impacto global estimado se revisa ligeramente a la baja, debido a la última información disponible y a las estimaciones más recientes del Gobierno, incorporadas en la APE 2021.

14 Se incluye también el impacto en las cuentas públicas de 2021 de la reversión al Estado de varios tramos de autopistas propiedad de ACESA, así como de la compensación a dicha empresa por las obras realizadas (véase APE 2021).

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2023): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE JUNIO DE 2021 (cont.)

importe anunciado por el Gobierno para este año, considerando tanto los fondos del MRR como el denominado REACT-EU. Para el conjunto del horizonte de proyección, la absorción se situaría ligeramente por encima del 80 % de los fondos totales disponibles en forma de transferencias, concentrándose el mayor impulso en 2022.

Más allá de 2021, y excluido el impacto de los fondos europeos, las previsiones se apoyan en los supuestos técnicos habituales. En particular, aquellas partidas sujetas a una mayor discrecionalidad —entre las que destacan por su tamaño las compras o la inversión pública— evolucionarán en línea con el crecimiento potencial de la economía española. Por otro lado, la

trayectoria de las restantes rúbricas que componen las cuentas de las AAPP vendrá fijada, en ausencia de medidas, por sus determinantes habituales¹⁵.

Con estos supuestos y previsiones relativos a las variables de política fiscal, y dada la brecha de producción estimada de manera coherente con el resto de las proyecciones macroeconómicas, el tono de la política fiscal, medido por la variación del saldo estructural primario neto de los fondos europeos¹⁶, sería de nuevo claramente expansivo en 2021 (1,8 pp del PIB) y ligeramente en 2022 (0,4 pp), para pasar a ser contractivo en 2023 (-1,0 pp). Estos cambios reflejan el hecho de que sería en 2021 cuando se estima que se producirá el mayor impulso anual derivado de los fondos europeos.

15 En concreto, se asume que los ingresos públicos crecerán en línea con sus bases impositivas, que dependen principalmente del contexto macroeconómico. Algo similar sucede con el gasto en pensiones —cuya evolución viene determinada por las tendencias demográficas y por la indiciación prevista de su importe con el IPC—, con el gasto en prestaciones por desempleo —que depende, principalmente, de la evolución del paro— y con los intereses —cuyos movimientos reflejan la evolución del endeudamiento público y de los tipos de interés—.

16 Los fondos europeos procedentes del NGEU que se van a recibir suponen un menor déficit estructural, pero no un tono más contractivo de la política fiscal, ya que no son el fruto de la recaudación sobre los agentes residentes. Por tanto, para medir correctamente el tono de la política fiscal, la variación del saldo estructural primario se debe corregir de este efecto, restándole la variación del saldo neto de recursos procedentes de la Unión Europea.