

INFORME TRIMESTRAL
DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

2/2021

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

1 PRINCIPALES MENSAJES

La información más reciente apunta a un creciente dinamismo de la economía mundial. Al inicio del año, la actividad global perdió impulso como consecuencia del repunte de las infecciones de COVID-19 en numerosas regiones y del consiguiente reforzamiento de las medidas de contención de la pandemia. Sin embargo, desde el tramo final del primer trimestre fue apreciándose un fortalecimiento gradual de la actividad, que, más recientemente, habría ganado en intensidad, de acuerdo con la información disponible.

No obstante, la evolución observada presenta una notable heterogeneidad por áreas geográficas. La mejoría se ha producido básicamente entre las economías avanzadas, con el trasfondo de los avances en los procesos de vacunación, lo que ha permitido contener significativamente las cifras de contagios y, sobre todo, la severidad de las consecuencias sanitarias de la pandemia, y, por tanto, relajar las restricciones. El resultado está siendo un repunte significativo de la actividad económica en el segundo trimestre en este grupo de países (véase gráfico 1.1). Sin embargo, en numerosas economías emergentes —incluidas algunas de gran tamaño, como la India—, la incidencia de la pandemia en los últimos meses ha sido muy elevada, lo que ha motivado que las medidas de contención se hayan mantenido, o incluso acrecentado en algunos casos.

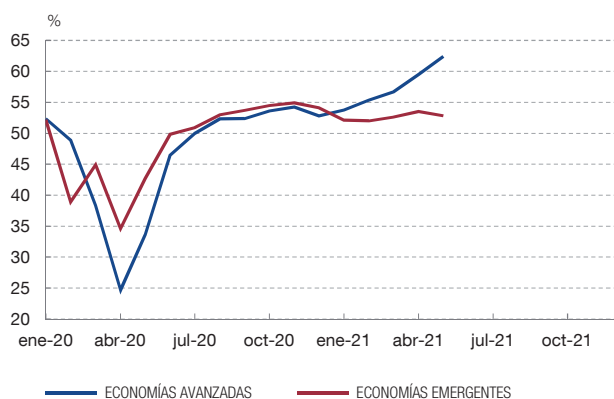
En el corto plazo, es probable que el contraste entre el dinamismo de las economías avanzadas y la mayor debilidad de las emergentes tienda incluso a acentuarse. Dados los ritmos actuales de vacunación, el primero de estos dos conjuntos de países previsiblemente alcanzará la inmunidad de grupo antes de que acabe el año. Por el contrario, el grado de vulnerabilidad ante la pandemia de las economías emergentes seguirá siendo mayor, dada su limitada capacidad para acelerar el proceso de vacunación.

Desde una perspectiva sectorial, el repunte de la actividad en el período más reciente se estaría concentrando en las ramas de servicios. El PMI global de servicios ha aumentado con intensidad de forma continuada desde febrero, al compás de la reapertura de las economías avanzadas (véase gráfico 1.2). Por su parte, el indicador análogo referido a las manufacturas permanece estable desde el otoño pasado, aunque en niveles elevados, coherentes con una expansión robusta de la actividad. Es probable que la ausencia de mejoras adicionales desde entonces esté reflejando, en parte, las alteraciones de las cadenas globales de producción que han comenzado a percibirse en algunos segmentos concretos del sector manufacturero. Una manifestación prominente de este fenómeno está siendo la escasez de semiconductores, consumo intermedio utilizado en la producción de diversas categorías de bienes.

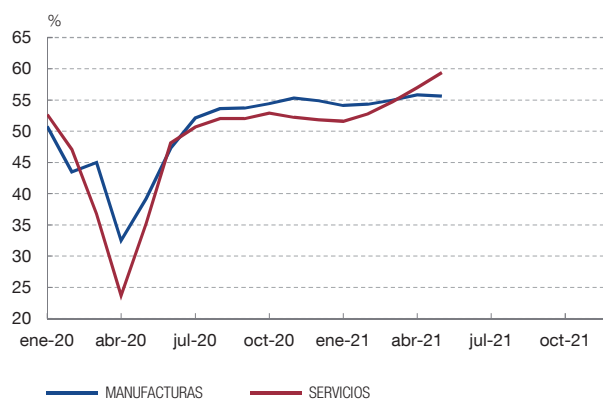
DIVERGENCIA EN LA RECUPERACIÓN GLOBAL, POR REGIONES GEOGRÁFICAS Y POR SECTORES

En la parte transcurrida del año, el control gradual de la pandemia en las economías avanzadas ha llevado a una recuperación paulatina de la actividad, en tanto que el repunte de los contagios en numerosas economías emergentes ha hecho que estas, en su conjunto, se comportaran de un modo mucho menos dinámico. La mejora reciente se ha concentrado en los servicios, ramas que habían sido más golpeadas por las restricciones introducidas para combatir el COVID-19.

1 ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS, POR REGIONES (a)



2 ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS, POR SECTORES (b)



FUENTES: IHS Markit y Banco de España.

- a El agregado de las economías avanzadas excluye la UEM. Los datos de los PMI son de producción.
b Los datos de los PMI corresponden a los índices globales de manufacturas y de servicios.

El repunte de los precios de las materias primas y la ganancia de dinamismo de la actividad económica están conduciendo a mayores presiones inflacionistas. En un contexto en el que el grado de holgura cíclica parece seguir siendo elevado, esta aceleración de los precios debería tener una naturaleza transitoria, que estaría vinculada, en parte, a las disrupciones comentadas en los procesos productivos.

En los mercados financieros internacionales, la mejora de las perspectivas de la actividad mundial ha tendido a favorecer, en los últimos meses, el apetito por el riesgo. Pero, simultáneamente, la posibilidad de que los repuntes recientes en las tasas de variación de los precios puedan dar paso a aumentos más persistentes de la inflación ha despertado temores de que pudiera producirse un tensionamiento de las políticas monetarias.

En el área del euro, la evolución favorable de la pandemia y las mejoras generalizadas de la confianza hacen presagiar un fortalecimiento de la recuperación de la actividad en el futuro inmediato. Las perspectivas favorables descansan sobre el supuesto de que no surjan nuevos contratiempos en el terreno sanitario y, en particular, de que se cumplan los calendarios de vacunación previstos. En ese contexto, la mejora de la confianza de los agentes privados, el aumento del consumo —apoyado en un descenso gradual de la tasa de ahorro—, el repunte de

la demanda global y el sostén de las políticas económicas habrían de permitir, según las proyecciones más recientes del Eurosistema, presentadas al Consejo de Gobierno del BCE del pasado 10 de junio, que el producto interior bruto (PIB) del área crezca un 4,6 % y un 4,7 % en 2021 y en 2022, respectivamente, lo que en ambos casos supone una revisión al alza de 0,6 puntos porcentuales (pp) con respecto a las proyecciones de marzo¹.

Las presiones inflacionistas en el área del euro siguen siendo modestas. El indicador general del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) ha repuntado con cierta intensidad en los últimos meses, debido al componente energético, afectado por los efectos base causados por la caída del precio del petróleo en la primavera del pasado año, al inicio de la pandemia. Sin embargo, la inflación subyacente (que excluye los componentes de energía y de alimentos) ha permanecido en niveles muy moderados y, aunque se espera un repunte en la segunda mitad del año, este estaría causado por factores transitorios, que previsiblemente revertirían en 2022. Tanto el IAPC general como el indicador subyacente alcanzarían en 2023, de acuerdo con las últimas proyecciones del Eurosistema, una tasa del 1,4 % en el promedio anual.

En España, la información coyuntural disponible sugiere asimismo un notable repunte de la actividad en el segundo trimestre. Tras la contracción del producto en el primer trimestre (explicada fundamentalmente por el rigor de las medidas para contener la pandemia que estaban en vigor al inicio del año), la mejora de los indicadores cualitativos, el incremento de la afiliación efectiva y los resultados de la tercera edición de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Económica (EBAE)² apuntan a un aumento significativo del dinamismo de la economía (véanse cuadro 1 y gráfico 2). El gasto de los hogares se estaría viendo impulsado por la mejora de la confianza, con el trasfondo de la reducción significativa de la intensidad de las medidas necesarias para la contención de la pandemia (especialmente, a raíz de que decayera el estado de alarma, el pasado 9 de mayo) y de los progresos en la campaña de vacunación. Por su parte, la mejora de los mercados exteriores, como consecuencia de la recuperación de la demanda procedente del conjunto de las economías avanzadas y de China, se está traduciendo en un comportamiento expansivo de las exportaciones de bienes.

De cara al verano, la intensidad y el calendario preciso del repunte de la actividad siguen dependiendo, de modo crucial, de la evolución de la pandemia, del progreso en la campaña de vacunación y de la subsiguiente relajación de las medidas de contención. En particular, la recuperación del turismo —actividad crucial en el caso de la economía española— depende del levantamiento de las restricciones que todavía subsisten a la circulación de personas entre España y alguno de los

1 Véanse las *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro. Junio 2021*.

2 Véase 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.

PRINCIPALES AGREGADOS MACROECONÓMICOS DE ESPAÑA (a)

	2020					2021			
	2020	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR		
Contabilidad Nacional							Favorable	Central	Adverso
Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria									
Producto interior bruto	-10,8	-5,4	-17,8	17,1	0,0	-0,5	2,7	2,2	1,4
Contribución de la demanda nacional (b)	-8,8	-4,6	-15,2	15,4	0,4	-0,9	2,4	2,0	1,7
Contribución de la demanda exterior neta (b)	-2,0	-0,8	-2,6	1,6	-0,4	0,4	0,3	0,2	-0,3
Tasas de variación interanual									
Empleo: horas trabajadas	-10,4	-4,3	-25,0	-6,4	-6,1	-3,6	26,3	25,9	25,1
Indicadores de precios									
Índice armonizado de precios de consumo	-0,3	0,7	-0,6	-0,6	-0,8	0,5	2,1	2,1	2,1
Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos	0,5	1,2	0,9	0,1	-0,1	0,1	-0,3	-0,3	-0,3

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Información disponible hasta el 27 de mayo de 2021. Las celdas sombreadas en gris son proyecciones del Banco de España en los escenarios favorable, central y adverso.

b Contribución a la tasa de variación intertrimestral del PIB, en puntos porcentuales.

principales países de origen de los flujos turísticos, actualmente en entredicho en el corto plazo, debido a la expansión de variantes más contagiosas del virus.

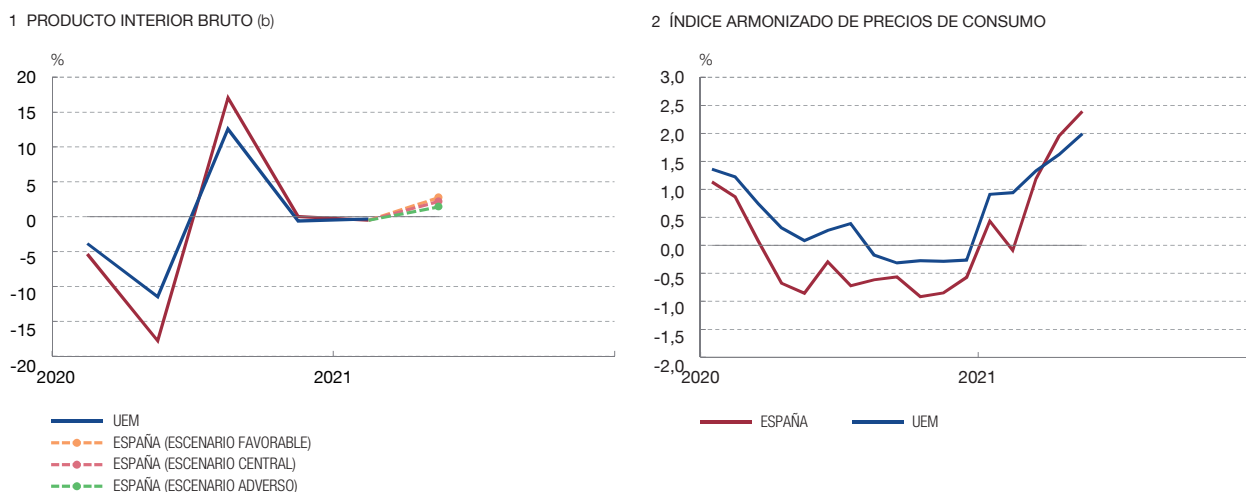
El escenario central de las proyecciones más recientes del Banco de España contempla un crecimiento del PIB del 6,2% y del 5,8% en 2021 y en 2022, respectivamente³. La menor incidencia de la pandemia, con el trasfondo del avance de la vacunación, y la ejecución de los proyectos bajo el paraguas de los fondos europeos del programa *Next Generation EU* (NGEU) darían lugar, bajo este escenario central, a crecimientos elevados de la actividad en el segundo semestre de este año, lo que también tendría un impacto positivo elevado sobre el avance del PIB en el promedio de 2022. En 2023, la tasa de crecimiento del producto sería del 1,8%. El nivel de PIB previo a la crisis sanitaria se alcanzaría hacia finales del próximo año.

Como viene ocurriendo desde el comienzo de la pandemia, el elevado grado de incertidumbre existente ha motivado la realización de escenarios alternativos. Estos escenarios difieren del central en las hipótesis formuladas acerca de los desarrollos de la pandemia, del ritmo de reducción de la tasa de ahorro y de la huella dejada por la pandemia sobre el tejido productivo de la economía. Bajo los escenarios favorable y adverso, el PIB crecería, respectivamente, un 6,8% y un 4,6% este año.

3 Estas proyecciones son parte de las *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro. Junio 2021*. El recuadro 1 de este Informe describe con detalle las proyecciones del Banco de España para nuestro país.

LA ACTIVIDAD ECONÓMICA HA REPUNTADO EN EL SEGUNDO TRIMESTRE DEL AÑO (a)

La reducción del ritmo de contagios y el avance de la campaña de vacunación han permitido una relajación de las medidas de contención, lo que ha llevado a un repunte de la actividad y del empleo, particularmente en las ramas más afectadas por las limitaciones. La inflación de los precios de consumo ha repuntado, tanto en España como en el conjunto del área del euro, sobre todo por el impacto que tiene sobre la tasa del componente energético el fuerte retroceso del precio del petróleo registrado hace un año.



FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Tasas de variación intertrimestral sobre las series ajustadas de estacionalidad en el caso del PIB, y tasas de variación interanual sobre las series originales en el índice de precios de consumo.
 b Los datos del segundo trimestre son proyecciones del Banco de España.

Los riesgos para la evolución de la actividad económica se encuentran en la actualidad más equilibrados que en ejercicios de proyecciones pasados.

El grado de incertidumbre, no obstante, continúa siendo alto. En primer lugar, en el terreno epidemiológico, subsisten los temores acerca de la posibilidad de que la elevada circulación del virus en amplias regiones del mundo pueda dar lugar a la aparición de nuevas variedades que sean resistentes a las vacunas, lo que, en la medida en que comportara un mantenimiento de las restricciones a los viajes, tendría consecuencias adversas sobre los flujos turísticos. En segundo lugar, un hipotético repunte de las insolvencias empresariales conduciría a una pérdida de empleos y, posiblemente, a un deterioro del capital de las instituciones financieras, lo que podría incidir desfavorablemente sobre su capacidad para la concesión de crédito. En sentido contrario, el escenario central contempla una reducción relativamente lenta de la tasa de ahorro desde los elevados niveles alcanzados en la crisis, pero cabe la posibilidad de que este proceso se desarrolle de forma más rápida e intensa, e incluso que los hogares gasten una proporción sustancial de las rentas ahorradas desde el inicio de las restricciones.

Como en otras áreas geográficas, en la etapa más reciente ha podido observarse también en España un cierto aumento de las presiones inflacionistas en las etapas iniciales del proceso de formación de precios. El



FUENTE: Banco de España.

repunte de la inflación de los precios de las materias primas y de los precios industriales no energéticos no se ha filtrado, por el momento, a los precios de consumo de estos bienes. De hecho, la evidencia histórica disponible sugiere que esa transmisión, que en todo caso tarda en torno a un semestre en completarse, tiene un carácter parcial.

En el escenario central, el ritmo de avance del componente subyacente de los precios de consumo seguirá siendo modesto. El elevado grado de holgura presente en la economía o los moderados crecimientos salariales apuntan en esta dirección. En el medio plazo, la recuperación de la actividad provocaría un cierto repunte de la inflación subyacente, medida por el IAPC excluidos los componentes de energía y de alimentos, hasta el 1,1 % en el promedio de 2023. En términos de la inflación general, esa tasa sería del 1,2 %. Aparte de los riesgos que se derivan de

la posibilidad de que se materialicen las incertidumbres de distinto signo que afectan a la actividad, este escenario central está sometido al riesgo de que las presiones inflacionistas que se están observando en los estadios preliminares de la cadena de formación de precios acaben teniendo una naturaleza más persistente de lo esperado.



RECUADRO 1

Se revisan ligeramente al alza las previsiones macroeconómicas para la economía española en el período 2021-2023



RECUADRO 2

En la UEM, la crisis sanitaria ha tenido un mayor impacto económico que en Estados Unidos y se espera una senda de recuperación más lenta a corto plazo



RECUADRO 3

La liberación de la bolsa de ahorro que los hogares han acumulado en esta crisis podría impulsar significativamente la recuperación en curso en la UEM y en Estados Unidos



RECUADRO 4

Entre octubre y marzo creció el porcentaje de pymes españolas con dificultades para obtener préstamos bancarios



RECUADRO 5

Durante la pandemia, los errores en las previsiones del crecimiento del PIB a corto plazo han sido mayores de lo habitual, en un contexto económico mucho más incierto



RECUADRO 6

En 2020, las emisiones de CO₂ se redujeron un 17,4% en España, principalmente por el impacto de la pandemia

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)

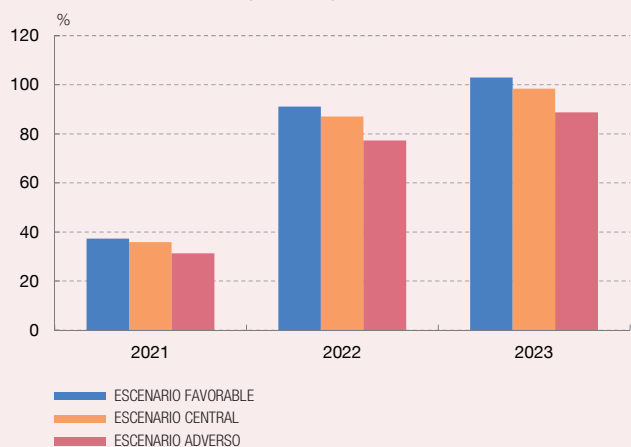
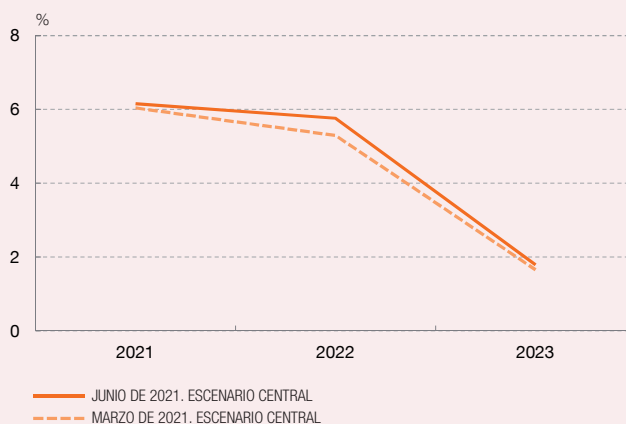


Gráfico 2
PIB REAL. TASAS DE VARIACIÓN



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

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

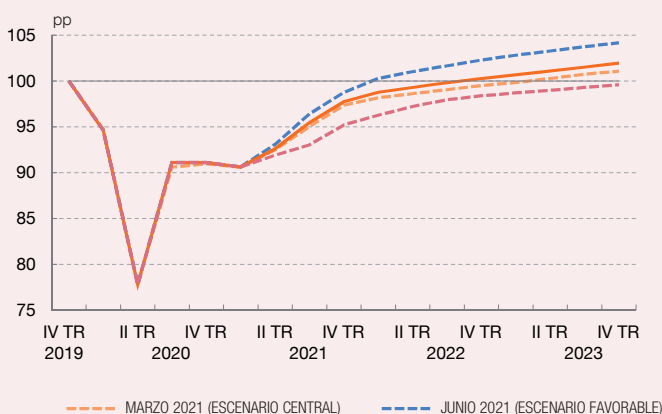
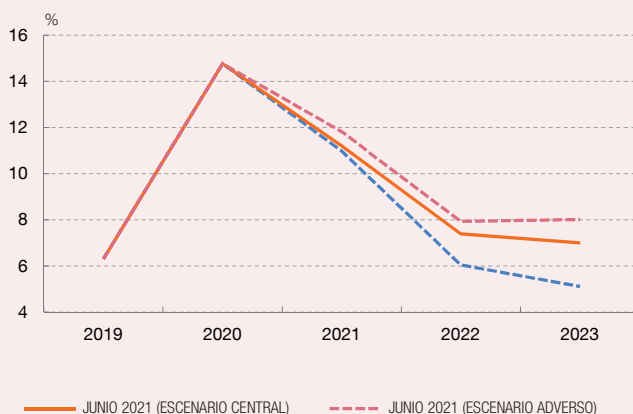


Gráfico 4
TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES E ISFLSH



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 mantendrán 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 (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.

ALGUNOS FACTORES EXPLICATIVOS DEL DIFERENCIAL DE CRECIMIENTO ENTRE EL ÁREA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS DESDE EL COMIENZO DE LA PANDEMIA

Marina Diakonova y Ana del Río

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 1 de junio

En 2020, el PIB en la Unión Económica y Monetaria (UEM) se contrajo un 6,7 %, prácticamente el doble del retroceso observado en Estados Unidos (EEUU) (un 3,5 %). Este peor comportamiento relativo de la actividad económica en la UEM reflejó no solo un impacto económico más profundo de la pandemia de COVID-19 en su primera ola, sino también la recaída de la actividad en el área del euro en el tramo final del pasado año (y a comienzos de 2021)

con las sucesivas olas de la enfermedad, deterioro que no se observó en EEUU (véase gráfico 1).

Además, las previsiones de la mayor parte de los analistas también anticipan una salida de la crisis más rápida en EEUU que en la UEM, rasgo que ya ha sido habitual en las fases de recuperación de otros episodios recesivos previos (véase gráfico 2). Así, de acuerdo con las previsiones de

Gráfico 1
EVOLUCIÓN DEL PIB
Observado y previsiones de primavera de la Comisión Europea

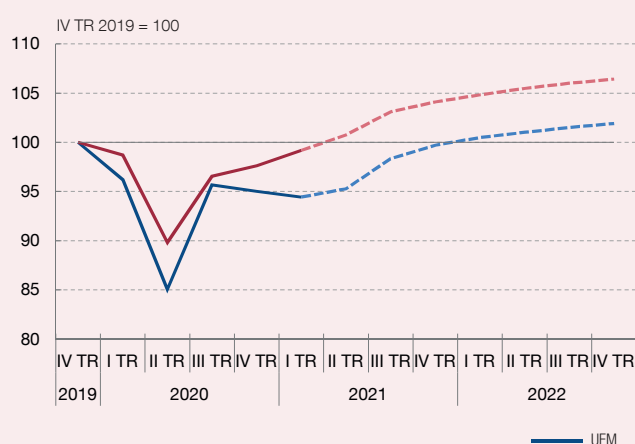


Gráfico 2
RECUPERACIONES ECONÓMICAS PASADAS
Promedio histórico 1970-2019 (a)

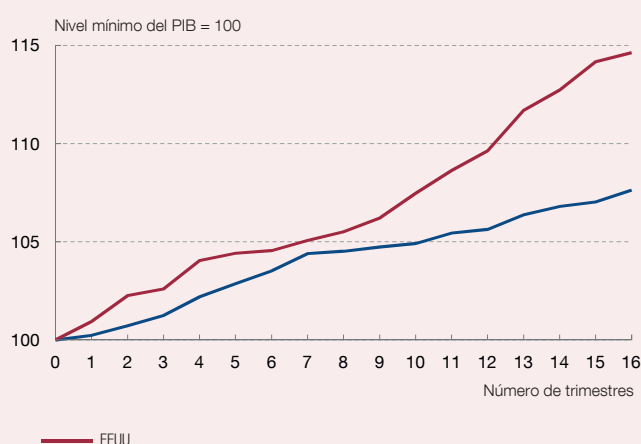


Gráfico 3
INCIDENCIA DE LA PANDEMIA

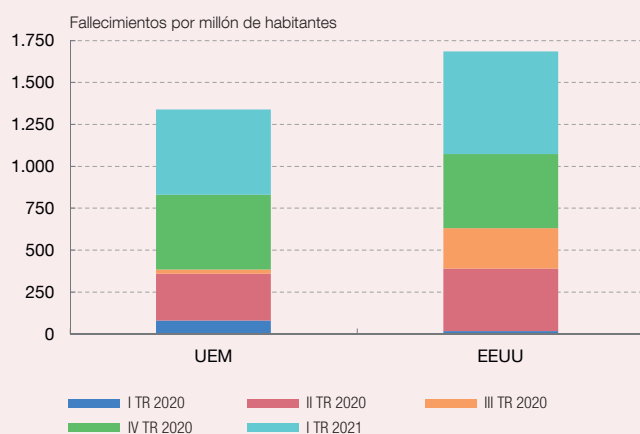
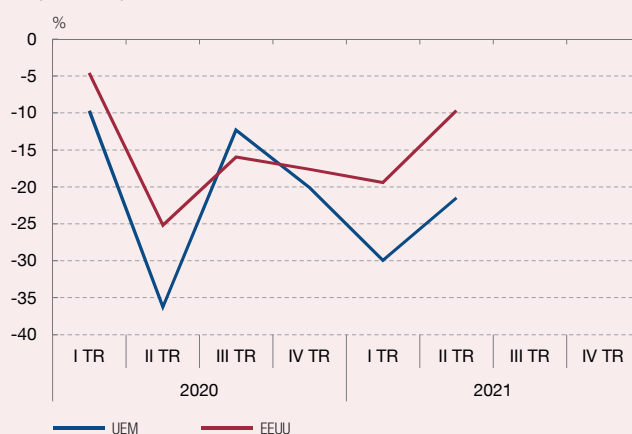


Gráfico 4
VARIACIÓN DE LA MOVILIDAD
Respecto a un período de referencia antes de la crisis sanitaria (b)



FUENTES: Comisión Europea, Fred, Google Mobility Report, John Hopkins University y Banco de España.

- a Incluye cuatro recesiones: I TR 1975, III TR 1980, I TR 1993 (I TR 1991 para EEUU) y II TR 2009.
- b Media trimestral de datos diarios sobre un índice promedio de la movilidad a centros de alimentación y farmacia, de trabajo, de ocio y comercio minorista y a estaciones de tránsito. Datos hasta el 24 de mayo.

ALGUNOS FACTORES EXPLICATIVOS DEL DIFERENCIAL DE CRECIMIENTO ENTRE EL ÁREA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS DESDE EL COMIENZO DE LA PANDEMIA (cont.)

primavera de la Comisión Europea¹, mientras que EEUU sobrepasaría su nivel de PIB previo a la crisis a mediados de 2021, en el área del euro esto no sucedería hasta principios de 2022.

En este recuadro se exponen algunos de los factores que podrían explicar esta disparidad económica desde el inicio de la pandemia, prestando particular atención a aspectos específicos de la crisis sanitaria.

Así, en primer lugar, conviene destacar que, desde el comienzo de la pandemia de COVID-19, las restricciones aplicadas para contener la expansión del virus han sido menos severas en EEUU que en la UEM. Si bien este hecho ha provocado una evolución epidemiológica más desfavorable en EEUU (véase gráfico 3)², también ha tenido como consecuencia una menor reducción de la movilidad en este país. Así, por ejemplo, en el promedio de 2020, la caída de la movilidad en EEUU fue de un 16 %, frente a la disminución del 20 % observada en la UEM (véase gráfico 4)³. Como se puede apreciar en el gráfico 5, estas diferencias en cuanto al comportamiento de la movilidad —fundamentalmente, asociadas a la distinta severidad de las medidas de contención desplegadas en cada región— permiten explicar en torno a 1 punto porcentual (pp) del mayor impacto económico de la crisis sanitaria en la UEM⁴. La movilidad, por tanto, es un factor relevante, pero no suficiente, para explicar completamente el impacto económico diferencial de la crisis en 2020 entre ambas regiones. Por su parte, el distinto peso en cada región de las ramas de servicios que se han visto más afectadas en esta crisis no parece ser un factor clave para explicar estas diferencias, puesto que dichos servicios presentan, en general, un peso relativamente similar en ambas economías⁵. Como

resultado de todo ello, el marco de análisis empleado indicaría la presencia de otros factores diferenciales entre EEUU y la UEM que no están recogidos en las variables consideradas.

En este sentido, un elemento que no está incluido en el análisis anterior y que podría explicar, al menos en parte, la mayor caída media del PIB en la UEM en 2020 es el mayor grado de apertura comercial de esta región y, asociado a ello, el mayor peso relativo en su estructura productiva de las manufacturas [un 16 % del valor añadido bruto (VAB) en la UEM, frente a un 11 % en EEUU]. Durante el primer semestre de 2020, la caída de la actividad en las manufacturas alcanzó el 20 % en la UEM, frente a un retroceso del 13 % en EEUU (véase gráfico 6), afectada no solo por los confinamientos más estrictos en la región, sino también por las severas distorsiones en los flujos de comercio internacional durante la primera fase de la pandemia⁶. Aunque la recuperación posterior de este sector haya sido importante, esta intensa contracción inicial habría contribuido notablemente a explicar la caída de la actividad en el conjunto de 2020.

Además, no se puede descartar que una parte de la evolución económica más favorable en EEUU tenga su origen en el impulso de las políticas económicas. Así, por ejemplo, en el ámbito de la política monetaria, aunque tanto en el área del euro como en EEUU la respuesta de los bancos centrales a la pandemia ha sido muy rápida y contundente —lo que ha permitido asegurar unas condiciones de financiación favorables y, en el caso del área del euro, evitar la fragmentación financiera—, en EEUU la reducción de los tipos de interés oficiales desde el 1,50-1,75 % a comienzos de la crisis sanitaria hasta el 0-0,25 % habría proporcionado un estímulo adicional.

1 Véase Comisión Europea (2021), *Spring 2021 Economic Forecast: Rolling up sleeves*.

2 Véase el recuadro 1.1, «La evolución epidemiológica a escala global», capítulo 1, *Informe Anual 2020*, Banco de España.

3 En la parte transcurrida de 2021, el hecho de que la campaña de vacunación haya avanzado sensiblemente más rápido en EEUU que en la UEM habría provocado que estas diferencias se hayan ampliado aún más.

4 Regresión para 27 países de la UE y el Reino Unido. El impacto de la crisis sobre el PIB de 2020 viene explicado por variables de movilidad, el peso de los sectores más afectados por la crisis y el teletrabajo [en concreto, el número de ocupados que empezaron a realizar teletrabajo como consecuencia de la pandemia, de acuerdo con la encuesta de Eurofound (2020), *Living, working and COVID-19 data*, Dublín]. Todas las variables, expresadas en diferencias con respecto a EEUU. Se sigue la aproximación de A. L. Gómez y A. del Río (2021), *La crisis sanitaria y el impacto inicial desigual sobre las economías del área del euro*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación. Para una evidencia similar, véase FMI (2021), *Differences in Output Performance between Europe and the United States during COVID-19*, Online Annex, Regional Economic Outlook Update Europe.

5 Las ramas de servicios de alojamiento y restauración, actividades artísticas y de ocio y otros servicios representan en torno a un 6 % del VAB en EEUU y en la UEM. Por su parte, a un nivel de agregación mayor, las ramas de comercio, de transporte y hostelería y de actividades artísticas, recreativas y otros servicios tienen un peso del 22 % del VAB en la UEM, solo ligeramente superior al que muestran en EEUU (del 21 %).

6 Véase el recuadro 2.2, «Los flujos comerciales globales en el contexto de la pandemia», capítulo 2, *Informe Anual 2020*, Banco de España.

ALGUNOS FACTORES EXPLICATIVOS DEL DIFERENCIAL DE CRECIMIENTO ENTRE EL ÁREA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS DESDE EL COMIENZO DE LA PANDEMIA (cont.)

Por lo que respecta a la respuesta de la política fiscal, la comparación es compleja⁷, entre otros motivos, por las especificidades de las medidas aprobadas, el distinto

papel de los estabilizadores automáticos en cada región y el hecho de que una parte importante del apoyo en la UEM se haya canalizado a través de avales públicos, que

Gráfico 5
IMPACTO ECONÓMICO DIFERENCIAL FRENTE A EEUU EN 2020
Contribuciones (a)

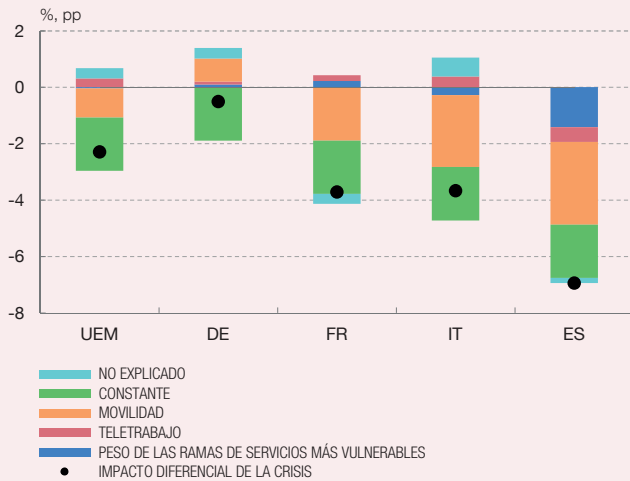


Gráfico 6
ACTIVIDAD EN LAS MANUFACTURAS

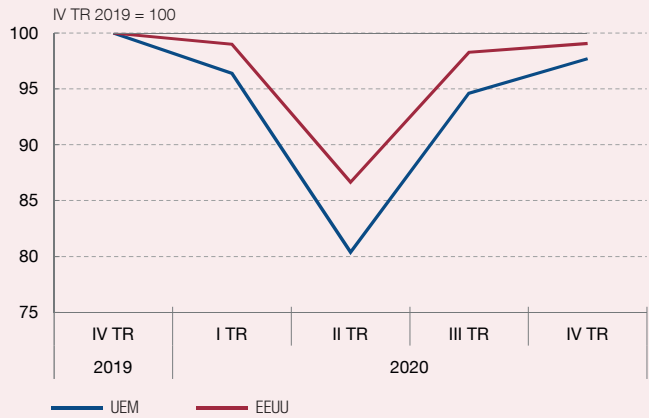


Gráfico 7
IMPULSO FISCAL
Previsiones de abril del FMI (b)

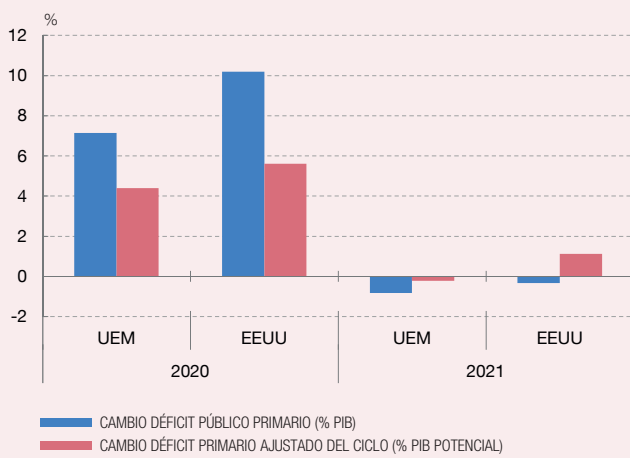
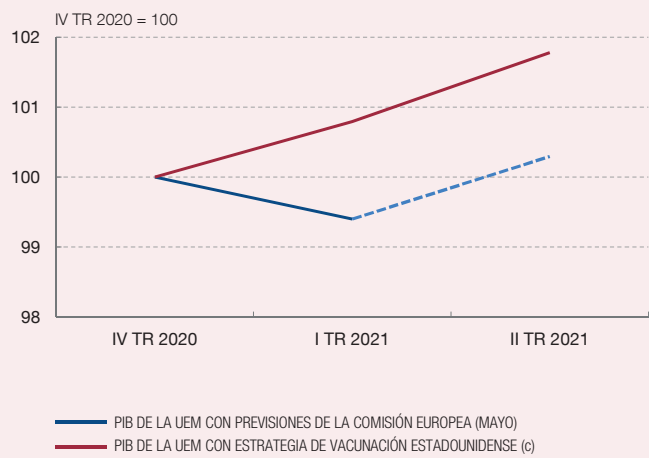


Gráfico 8
PIB DE LA UEM BAJO UNA ESTRATEGIA DE VACUNACIÓN SIMILAR A LA ESTADOUNIDENSE



FUENTES: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

- a Regresión de sección cruzada y ponderada por el tamaño del PIB para 27 países de la Unión Europea más el Reino Unido. El impacto económico se mide como la diferencia entre la variación observada del PIB en 2020 y la prevista antes de la crisis sanitaria, considerando las previsiones de la Comisión Europea de enero de 2020 para todos los países menos Estados Unidos, que se toman de las del FMI de enero. Todas las variables, expresadas en diferencias con respecto a EEUU.
- b En la UEM se incluye el programa NGEU y en EEUU los planes aprobados en diciembre de 2020 (*Consolidated Appropriations Act, 2021*) y marzo de 2021 (*American Rescue Plan*).
- c Metodología de Rungcharoenkitkul (2021) aplicada a las seis economías más grandes de la UEM, con datos hasta el 11 de mayo.

7 Véase el recuadro 2, "La respuesta de la política fiscal a la crisis en el área del euro y en Estados Unidos", «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.

ALGUNOS FACTORES EXPLICATIVOS DEL DIFERENCIAL DE CRECIMIENTO ENTRE EL ÁREA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS DESDE EL COMIENZO DE LA PANDEMIA (cont.)

no tienen un impacto directo inmediato en el déficit público. En todo caso, las medidas habituales para cuantificar el impulso fiscal —presentadas en el gráfico 7, con datos del *Monitor Fiscal* de abril del Fondo Monetario Internacional— indican que este habría sido, hasta el momento, algo superior en EEUU.

De cara al futuro, ambas áreas plantean un impulso fiscal adicional significativo⁸, con un papel destacado de la inversión, en particular de la relacionada con la lucha contra el cambio climático. En EEUU, estas actuaciones se concretarán en el *American Jobs Plan* y en el *American Family Plan*, este último más centrado en transferencias a los hogares (pendientes de aprobación), mientras que, en la UEM, este impulso se articula a través del programa *Next Generation EU* (NGEU), cuyos fondos serán complementarios a los desplegados en los planes nacionales de los Estados miembros⁹.

Por último, el hecho de que, en los últimos meses, el proceso de vacunación de la población haya avanzado de forma más rápida en EEUU que en el área del euro también contribuiría a explicar la mejor evolución económica reciente de la economía estadounidense. En este sentido, utilizando el marco cuantitativo de interacción entre la situación epidemiológica, las restricciones a la movilidad y la evolución de la actividad económica propuesto por Rungcharoenkitkul (2021)¹⁰, se puede evaluar el impacto que una estrategia de vacunación equivalente a la estadounidense hubiera tenido sobre el PIB de la UEM. En concreto, en el gráfico 8 se considera un escenario contrafactual (hipotético), en el que la población vacunada

en el área del euro hubiera alcanzado un 29 % del total al final del primer trimestre —en lugar del 12 % observado— y en el que el objetivo de la Unión Europea (UE) de vacunar al 70 % de la población adulta se alcanzase a principios de julio (en lugar de antes del final del verano, como contempla la estrategia actual de la UE¹¹). Los efectos económicos de este escenario alternativo de vacunación se concentrarían en el primer trimestre del año y a comienzos del segundo, cuando la reducción de la mortalidad derivada de una estrategia de vacunación más acelerada habría permitido una relajación más temprana de las medidas de contención. De hecho, esta evolución epidemiológica más favorable habría evitado la contracción de la actividad económica de la UEM observada en el primer trimestre del año y habría permitido un crecimiento algo superior en el segundo. En términos del conjunto del año, este impacto supondría que el PIB de la UEM en 2021 fuera, en media, 0,7 pp superior.

En resumen, la crisis económica provocada por la pandemia de COVID-19 ha sido menos intensa en EEUU que en la UEM, y la recuperación de la actividad también se espera que sea más rápida en la economía estadounidense. La evidencia presentada en este recuadro sugiere que el papel de las políticas públicas, tanto en el ámbito de la contención de la pandemia como en el plano económico, podría explicar una parte de estas diferencias, además de otros factores estructurales relacionados con la mayor sensibilidad de la UEM a la evolución del comercio mundial (que se vio muy afectado en la primera mitad de 2020) y con la mayor flexibilidad que la economía de EEUU ha mostrado históricamente.

8 Véase el recuadro 3, "Análisis de los planes de política fiscal en Estados Unidos", «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.

9 Véase el recuadro 2.3, «El NGEU: una iniciativa que refuerza el proyecto europeo», capítulo 2, *Informe Anual 2020*, Banco de España.

10 P. Rungcharoenkitkul (2021), *Macroeconomic consequences of pandexit*, Documento de Trabajo, n.º 932, Banco de Pagos Internacionales.

11 Véase la Comunicación de la Comisión Europea de 19 de enero de 2021, «Un frente común para derrotar a la COVID-19».

PERSPECTIVAS DEL AHORRO DE LOS HOGARES EN EL ÁREA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS

Irma Alonso, Fructuoso Borralló y Daniel Santabárbara

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 11 de junio

Una característica particular de la crisis sanitaria provocada por el COVID-19 ha sido el aumento sin precedentes que ha registrado la tasa de ahorro de los hogares a nivel global. En los casos de la Unión Económica y Monetaria (UEM) y de Estados Unidos, esta pasó de representar a finales de 2019 un 13% y un 7,5% de la renta bruta disponible de los hogares, respectivamente, a suponer un 20% y un 16% a finales de 2020 (véase gráfico 1). Este aumento no se puede explicar exclusivamente por la evolución de los determinantes habituales del consumo, entre los que destacan la renta, la riqueza, los tipos de interés y el nivel de incertidumbre. En esta ocasión, una parte importante del incremento del ahorro habría sido «forzoso», esto es, debido a que los hogares no pudieron materializar una fracción de su gasto habitual en determinados bienes y servicios a causa de las medidas de contención de la pandemia.

En efecto, de acuerdo con un modelo econométrico que aproxima el comportamiento del consumo de los hogares¹, el ahorro forzoso en la UEM en 2020 se estima en 4,4 puntos porcentuales (pp) del PIB —lo que explica casi la totalidad del aumento del ahorro en dicho año—, mientras que en Estados Unidos este habría ascendido a 3,3 pp del PIB —lo que representa en torno al 50% del aumento del ahorro en 2020 en dicho país— (véase gráfico 2). El hecho de que la magnitud de este componente del ahorro haya sido mayor en la UEM es coherente con la mayor severidad de las medidas de restricción de la movilidad instauradas en esta región en comparación con las desplegadas en Estados Unidos².

Este análisis también pone de manifiesto la notable contribución al incremento del ahorro de las familias en Estados Unidos del aumento de su renta disponible, que creció un 7% en 2020, apoyada por las significativas transferencias directas a los hogares llevadas a cabo³. En cambio, en la eurozona, si bien las medidas de apoyo público contribuyeron a sostener la renta de los hogares, esta se mantuvo aproximadamente estable en el conjunto

del año. Por último, en ambas áreas también se observa un aumento del ahorro por motivo precautorio, debido a la incertidumbre sobre la evolución de la situación sanitaria y económica, que fue más marcado en Estados Unidos, quizás, en parte, vinculado al menor alcance de su sistema de protección social. En particular, según el modelo, este componente del ahorro explicaría 1,1 pp del PIB del aumento del ahorro en este país, frente a los 0,2 pp del PIB que representaría en la UEM.

De cara al futuro, es previsible que los avances en la campaña de vacunación y la remisión gradual de la pandemia se vayan reflejando en una retirada progresiva de las medidas de restricción a la movilidad e incidan en la normalización de las pautas de consumo y de ahorro de los hogares hacia niveles más en línea con los previos a la crisis sanitaria, que contribuyan también a reducir el ahorro acumulado. En este sentido, la contención observada durante esta crisis en el consumo de servicios que requieren un mayor nivel de interacción social podría dar lugar a un significativo repunte de su demanda en esta nueva fase, en particular en la relacionada con los viajes, la hostelería y otras actividades de ocio. Por otra parte, en la medida en que la normalización de la actividad y la recuperación económica contribuyan a disipar la incertidumbre de los agentes, también se debería producir una reversión gradual del ahorro precautorio. Asimismo, cabría esperar que la demanda de bienes de consumo duradero, que suele contraerse cuando aumenta la incertidumbre, pueda repuntar en el corto plazo a medida que esta disminuya. En efecto, como se puede apreciar en el gráfico 3, en los últimos meses la demanda de este tipo de bienes se ha recuperado en Estados Unidos, mientras que en la UEM se encuentra en niveles por debajo de los previos a la pandemia, lo que resulta coherente con una reactivación más temprana e intensa de la economía estadounidense.

En este contexto, las encuestas de intención de gasto de los hogares anticipan un desempeño favorable del consumo en los próximos trimestres en ambas áreas

- 1 Modelo de corrección del error para el consumo de los hogares basado en A. del Río y J. A. Cuenca (2020), «La renta y el ahorro de los hogares en la zona del euro durante la primera ola de la pandemia», *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España. Las variables explicativas en la ecuación de largo plazo son la renta, la riqueza y el tipo de interés. La incertidumbre es un factor contemporáneo de corto plazo que se aproxima por la confianza del consumidor en la UEM y por los cambios en la tasa de desempleo en Estados Unidos. Véase también J. A. Cuenca, C. Martínez Carrascal y A. del Río (2021), «El ahorro de los hogares durante la pandemia y sus posibles efectos sobre la reactivación futura del consumo», recuadro 4, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.
- 2 Véase M. Diakonova y A. del Río (2021), «Algunos factores explicativos del diferencial de crecimiento entre el área del euro y Estados Unidos desde el comienzo de la pandemia», recuadro 2, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 2/2021, Banco de España.
- 3 Véase L. Cuadro Sáez, F. S. López Vicente, S. Párraga Rodríguez y F. Viani (2020), *Medidas de política fiscal en respuesta a la crisis sanitaria en las principales economías del área del euro, Estados Unidos y Reino Unido*, Documentos Ocasionales, n.º 2019, Banco de España.

PERSPECTIVAS DEL AHORRO DE LOS HOGARES EN EL ÁREA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS (cont.)

Gráfico 1
TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES EN LA UEM Y EN EEUU

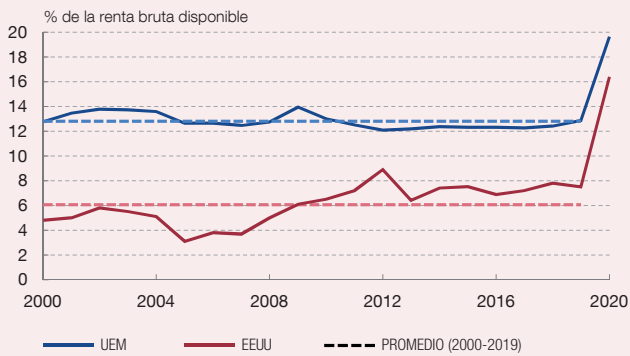


Gráfico 2
DESCOMPOSICIÓN DEL AUMENTO DEL AHORRO DE LOS HOGARES EN 2020

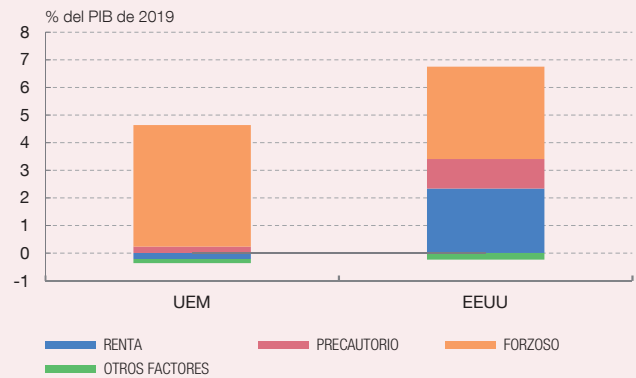


Gráfico 3
CONSUMO DE HOGARES

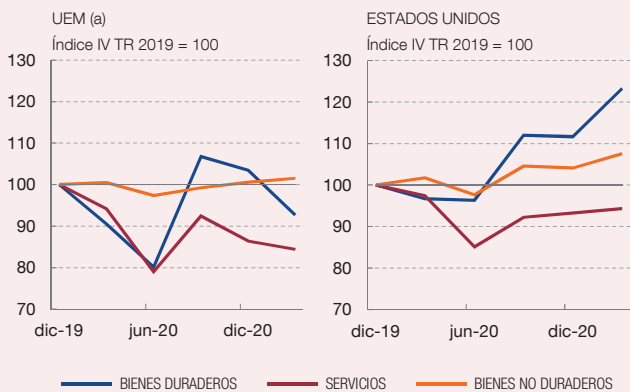


Gráfico 4
PLANES DE GASTO EN LOS DOCE PRÓXIMOS MESES EN LA UEM: ENCUESTA A LOS CONSUMIDORES DE LA COMISIÓN EUROPEA

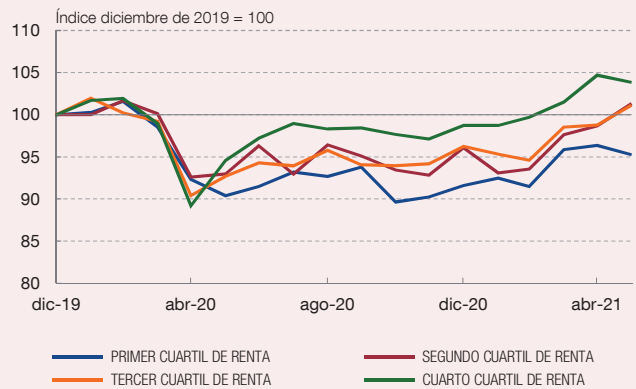


Gráfico 5
PLANES DE GASTO EN LOS DOCE PRÓXIMOS MESES EN EEUU: ENCUESTA A LOS CONSUMIDORES DE LA FED DE NUEVA YORK

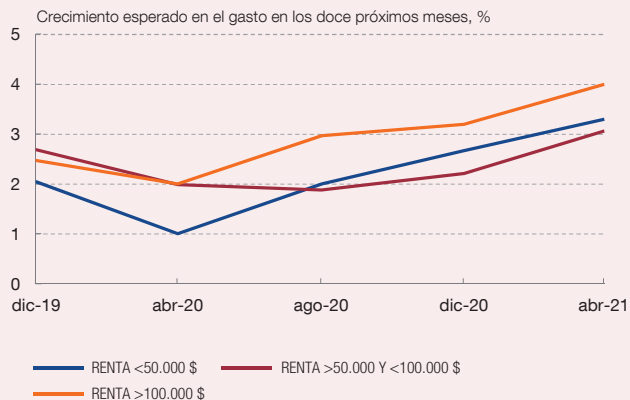
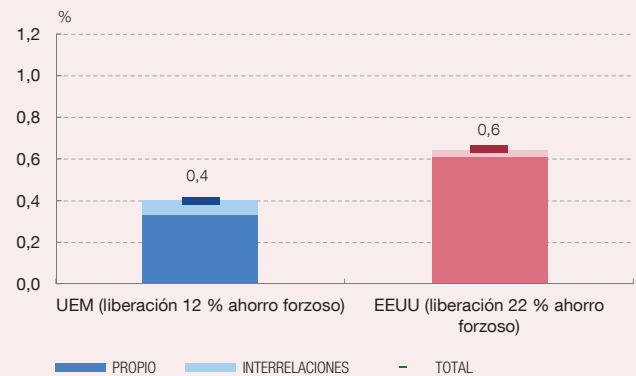


Gráfico 6
SIMULACIÓN DE IMPACTO SOBRE EL PIB DE UN AUMENTO DEL CONSUMO PRIVADO EN UN 1% (b)



FUENTES: Bureau of Economic Analysis, Comisión Europea, Eurostat, OCDE, Fed de Nueva York y elaboración propia.

a Datos para Alemania, Francia, Italia y Países Bajos.

b Simulaciones utilizando el modelo NiGEM. La perturbación del consumo tiene una duración de un año y los resultados se corresponden con los efectos contemporáneos en el PIB. Como supuestos técnicos, la política monetaria se supone exógena, los tipos de cambio nominales se mantienen constantes y las expectativas de los agentes se consideran adaptativas. El agregado de la UEM está compuesto por Alemania, España, Francia e Italia.

(véanse gráficos 4 y 5). Así, en Estados Unidos, la intención de gasto de los hogares para los doce próximos meses ha venido acelerándose desde mediados de abril de 2020, para todos los niveles de renta, y se encuentra, en promedio, 1 pp por encima del nivel previo a la pandemia. Por su parte, en la UEM, los planes para realizar compras de gran valor también muestran un comportamiento positivo, aunque solo se encuentran por encima de los niveles previos a la crisis en los hogares de renta más alta.

En todo caso, la intensidad del proceso de liberación del ahorro acumulado que podría producirse en el corto plazo se encuentra sujeta a una elevada incertidumbre y estaría condicionada por diversos factores. En primer lugar, los hogares que más han ahorrado durante esta crisis han sido aquellos con mayores niveles de renta, que presentan una propensión al consumo más reducida⁴. En segundo lugar, una parte importante del ahorro que se ha acumulado desde el estallido de la pandemia ha venido derivado de no consumir determinados servicios que son de carácter no aplazable —como los relacionados, por ejemplo, con la restauración—, lo que plantea dudas sobre la magnitud de un eventual rebote del consumo de este tipo de servicios. Finalmente, los hogares podrían decidir mantener un nivel de ahorro más elevado del habitual durante un período prolongado: por ejemplo, si perciben un deterioro de sus perspectivas de ingresos por las cicatrices relativamente persistentes que la crisis actual pudiera suponer sobre la actividad económica, o si anticipan futuras subidas impositivas, dado el elevado endeudamiento público actual.

Para proporcionar una idea de los posibles impactos sobre la actividad económica de una eventual normalización de la tasa de ahorro, a continuación se proporcionan distintos escenarios hipotéticos de simulación realizados con un

modelo macroeconómico⁵. En concreto, se simula el impacto de una reducción de la bolsa de ahorro forzoso acumulada en 2020 en Estados Unidos y en la UEM, calibrada de forma que esta suponga, en un año, un aumento del 1 % en el consumo privado en cada una de estas economías⁶. Los resultados del modelo apuntan a que esta liberación de ahorro elevaría, ese mismo año, un 0,4 % el PIB del área del euro y un 0,6 % el de Estados Unidos (véase gráfico 6). El efecto es más acusado en Estados Unidos, debido a que, en esta economía, el consumo tiene un mayor peso en el PIB, los agentes muestran una mayor propensión a consumir y la cesta de consumo de los hogares presenta un menor contenido importado. Hay que destacar que una parte de estos impactos estimados en la actividad proviene de las interrelaciones entre ambas regiones. En concreto, una sexta parte del impulso a la actividad estimado para la UEM —lo que supone un 0,07 % del PIB— se debe a la demanda de productos europeos que genera el aumento del consumo en Estados Unidos.

A modo de ilustración adicional, se estima que, si todo el ahorro acumulado identificado como «forzoso» se tradujera en consumo a lo largo de un año, tanto en el área del euro como en Estados Unidos, el PIB de estas regiones aumentaría un 2,9 % y un 3,1 %, respectivamente, en ese período, en comparación con un escenario alternativo en el que no se liberara nada de este ahorro. El impacto sería similar en ambos casos, dado que el mayor multiplicador del consumo en Estados Unidos —ligado a los factores estructurales descritos anteriormente— se vería compensado por el mayor ahorro forzoso estimado para el área del euro. No obstante, en el caso estadounidense hay que considerar que la eventual reducción de la mayor bolsa de ahorro acumulada por motivo precaución podría añadir un impulso adicional diferencial al avance del producto.

4 Véase, por ejemplo, M. Ampudia, R. Cooper, J. Le Blanc y G. Zhu (2020), *MPC Heterogeneity in Europe: Sources and Policy Implications*, NBER Working Paper Series, n.º 25082.

5 En concreto, el modelo NiGEM del National Institute of Economic and Social Research. La documentación del modelo está disponible en <https://nimodel.niesr.ac.uk/>. En las simulaciones presentadas en este recuadro, la política monetaria se supone exógena, los tipos de cambio nominales se mantienen constantes y los agentes muestran expectativas adaptativas.

6 Esta reducción del ahorro acumulado supondría disponer, en un año, de aproximadamente un 12 % y un 22 % de la bolsa de ahorro forzoso estimada en 2020 para la UEM y para Estados Unidos, respectivamente.

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ACCESO DE LAS PYMES ESPAÑOLAS A LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE ACUERDO CON LA ENCUESTA SEMESTRAL DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Álvaro Menéndez Pujadas

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 11 de junio

El Banco Central Europeo (BCE) publicó, el pasado 1 de junio, los resultados de la encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas del área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés), que cubre el período comprendido entre octubre de 2020 y marzo de 2021. En ella se pregunta a las empresas encuestadas, fundamentalmente pequeñas y medianas empresas (pymes), sobre la evolución, en los últimos seis meses, de su situación económica y financiera, de sus necesidades de financiación externa y de las condiciones en las que han obtenido o no dicha financiación.

En el caso de las pymes españolas, los datos de esta última edición de la encuesta muestran que continuó el deterioro de su actividad, como consecuencia de la debilidad de la situación económica, si bien a un menor ritmo que en el período comprendido entre abril y septiembre de 2020, en el que tuvo lugar la primera ola de la pandemia. Así, aunque el número de empresas que declararon un aumento de las ventas entre octubre de 2020 y marzo de 2021 fue, por tercera vez consecutiva, inferior al de las que señalaron lo contrario, la diferencia entre ambos grupos (porcentaje neto) se redujo notablemente, hasta el 35 % (frente al 55 % de la edición anterior de la encuesta) (véase gráfico 1). Esta evolución de la facturación, unida al aumento de los costes (de personal y de otros tipos), llevó a que un elevado número de empresas declararan un descenso de los resultados económicos, un 43 % en términos netos, dato

sensiblemente menor que el registrado en la ronda previa (56 %), pero más elevado que el observado en el conjunto de la Unión Económica y Monetaria (UEM) (35 %).

Al ser preguntadas por su principal preocupación, la falta de clientes fue el motivo señalado por un mayor porcentaje de pymes españolas (un 24 %) (véase gráfico 2), mientras que, en el área del euro, este factor ocupó el segundo lugar, superado ligeramente por la dificultad para encontrar personal cualificado. En contraposición, y a pesar de la compleja coyuntura económica desde el comienzo de la pandemia, el acceso a la financiación volvió a ser, de entre todos los factores incluidos en esta pregunta, la preocupación citada por un menor número de compañías tanto en España como en la UEM (un 10 % y un 9 %, respectivamente, porcentajes similares a los registrados seis meses antes).

En este contexto, la proporción de pymes españolas que solicitaron préstamos bancarios en el período de referencia se situó en un 29 % (véase gráfico 3), cifra algo superior a la observada en la UEM (un 27 %), aunque casi 20 puntos porcentuales (pp) menor que el porcentaje extraordinariamente elevado registrado en la edición anterior de la encuesta, que respondió, en gran medida, al intenso recurso de las pymes españolas a las líneas de avales públicos gestionadas por el ICO que se crearon en 2020 para mitigar los efectos adversos de la pandemia sobre la liquidez empresarial. Además, la percepción de

Gráfico 1
EVOLUCIÓN DE LAS VENTAS Y DE LOS BENEFICIOS (a)

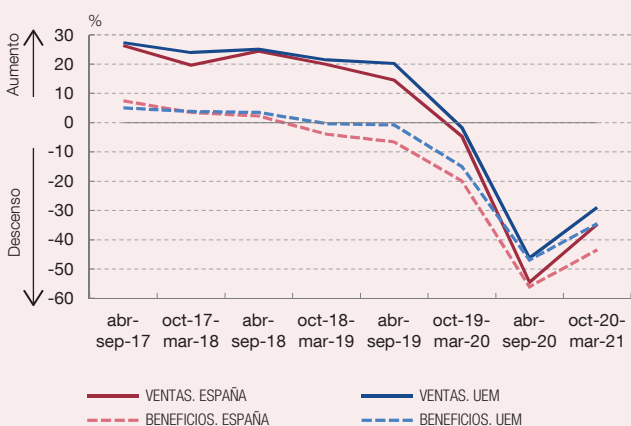
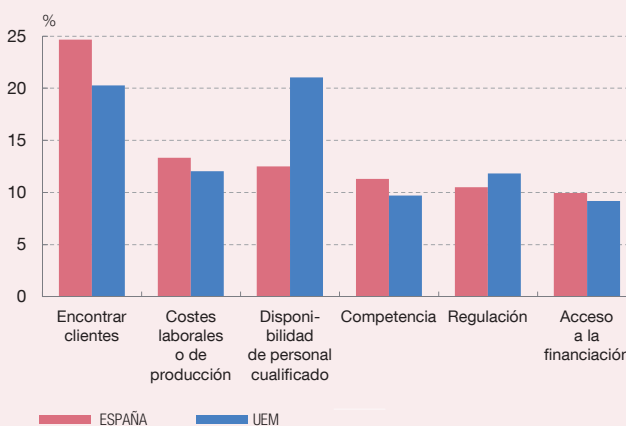


Gráfico 2
PRINCIPALES PROBLEMAS QUE AFECTAN A LA ACTIVIDAD. OCTUBRE DE 2020 - MARZO DE 2021



FUENTE: Banco Central Europeo.

a Porcentaje de las empresas que señalan aumento menos el de las que señalan descenso.

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ACCESO DE LAS PYMES ESPAÑOLAS A LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE ACUERDO CON LA ENCUESTA SEMESTRAL DEL BANCO CENTRAL EUROPEO (cont.)

las empresas sobre su acceso a la financiación bancaria siguió mejorando, si bien lo hizo a un ritmo ligeramente inferior al de seis meses antes (véase gráfico 4). En esta cuestión, al igual que ya ocurrió en la ronda previa de la encuesta, la mejoría en el acceso a la financiación que reportaron las compañías contrasta con el deterioro que estas mismas anticipaban, hace seis meses, para este período.

Cabe resaltar, además, que la mejoría en el acceso a la financiación continuó produciéndose a pesar de que el número de pymes que consideran que tanto la situación económica general como su situación específica perjudican la obtención de nuevos créditos volvió a superar al de las que opinan lo contrario. Por otra parte, un 11 % de las pymes españolas percibieron una mejora en la disposición de las entidades a otorgar préstamos

Gráfico 3
PYMES QUE HAN SOLICITADO PRÉSTAMOS BANCARIOS

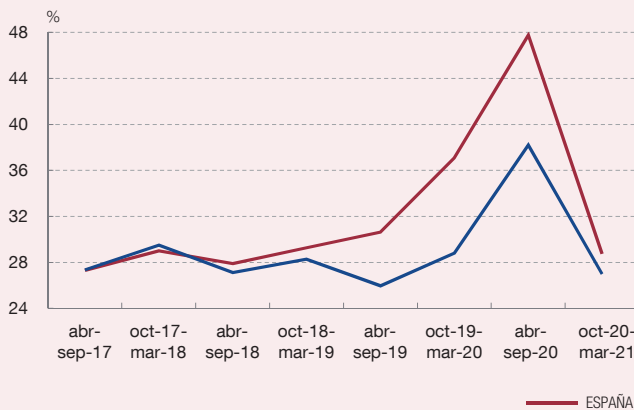


Gráfico 4
PERCEPCIÓN SOBRE LA DISPONIBILIDAD DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS (a)

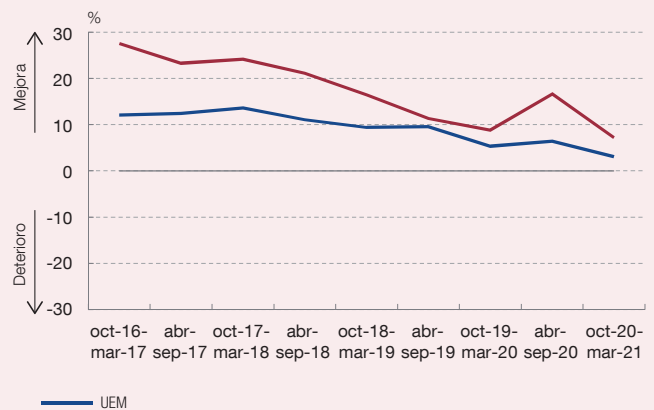


Gráfico 5
PYMES CON DIFICULTADES PARA OBTENER PRÉSTAMOS BANCARIOS (b)

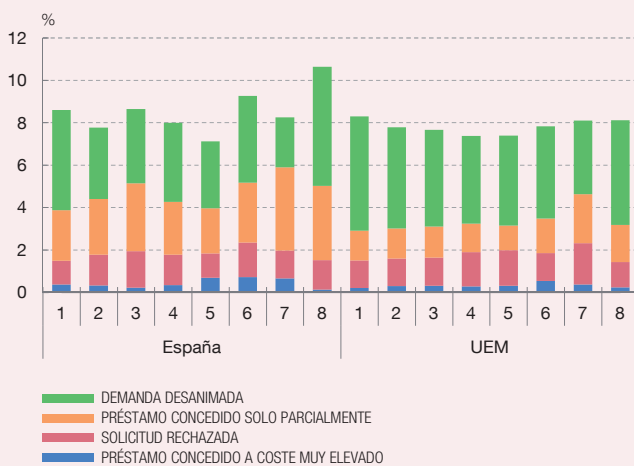
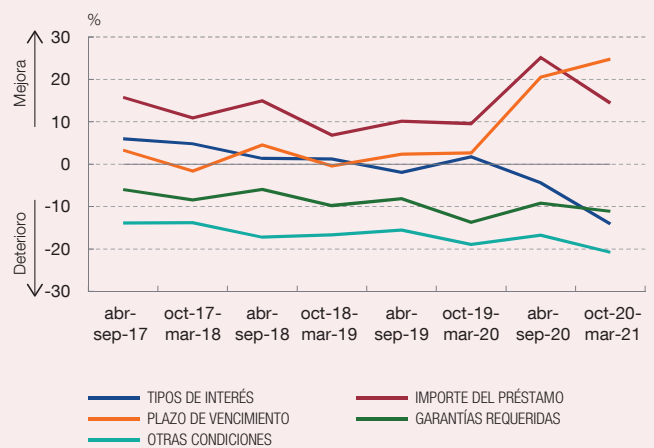


Gráfico 6
EVOLUCIÓN DE LAS CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS. ESPAÑA (c)



FUENTE: Banco Central Europeo.

- a Porcentaje de las empresas que señalan una mejora menos el de las que señalan un deterioro.
- b Este indicador recoge la proporción de las sociedades que se encuentran en alguna de las siguientes situaciones: aquellas cuyas peticiones de fondos fueron rechazadas; aquellas a las que les fueron concedidos los fondos pero solo parcialmente; sociedades a las que se otorgó el préstamo pero a un coste considerado por ellas como muy elevado, y sociedades que no solicitaron financiación porque creían que no se la concederían (demanda desanimada). Los números del eje horizontal representan las rondas de la encuesta, correspondiendo el 1 al período de abril-septiembre de 2017 y el 8 al período de octubre de 2020-marzo de 2021.
- c Porcentaje de las empresas que señalan una mejora de las condiciones (descenso de tipos de interés, aumento de importes y plazos, y disminución de garantías y otras condiciones requeridas) menos porcentaje de las empresas que señalan un deterioro de dichas condiciones.

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ACCESO DE LAS PYMES ESPAÑOLAS A LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE ACUERDO CON LA ENCUESTA SEMESTRAL DEL BANCO CENTRAL EUROPEO (cont.)

(5 pp menos que seis meses antes, pero casi el doble de lo registrado en la UEM), mientras que el acceso a ayudas públicas a la financiación pasó a tener un impacto nulo, tras el dato positivo de la ronda anterior.

En todo caso, a pesar de esta mejoría en la percepción sobre el acceso a la financiación bancaria, el porcentaje de pymes cuyas peticiones de financiación fueron rechazadas en el período comprendido entre octubre de 2020 y marzo de 2021 aumentó en 2 pp con respecto a lo observado seis meses antes, hasta situarse en un 5 %, 1 pp por encima del registrado en el conjunto de la UEM. En esta misma línea, el indicador más amplio de dificultades para obtener préstamos bancarios¹ mostró un deterioro, con un incremento de 3 pp en la proporción de compañías españolas que tuvieron este tipo de dificultades, hasta el 11 % (frente al 8 % observado en la UEM), lo que se debió principalmente al aumento en el número de empresas que no solicitaron financiación porque creían que no se la concederían (demanda desanimada) (véase gráfico 5). En este sentido, conviene señalar que esta aparente discrepancia entre la evolución del indicador sobre el acceso a la financiación bancaria y el de dificultades para obtener préstamos bancarios se explica, fundamentalmente, por que, mientras que el primero de estos indicadores recoge la percepción de todas las empresas, independientemente de si han pedido o querían pedir financiación, el segundo de ellos se construye solo a partir de la información facilitada por las compañías que han pedido fondos o que hubieran querido hacerlo pero no lo hicieron porque creían que no se los concederían (en su conjunto, estas empresas son menos del 50 % del total).

Respecto a las condiciones de financiación, el porcentaje neto de empresas que informaron de un aumento en los tipos de interés creció significativamente, hasta el 14 %, 10 pp más que hace seis meses (véase gráfico 6). Además, las pymes apreciaron de nuevo, en términos netos, un endurecimiento de las garantías requeridas y de otras condiciones de los préstamos distintas de la cuantía y el plazo. En sentido contrario, siguió siendo positiva la proporción neta de compañías que señalaron un aumento tanto de la cuantía de los préstamos (un 14 %,

frente al 25 % de la ronda previa) como, sobre todo, de los plazos de vencimiento (un 25 %, 5 pp más que seis meses antes). Esta última evolución estaría vinculada, previsiblemente, con la extensión de plazos concedida a los préstamos otorgados en el marco del programa de avales públicos, que fue aprobada por el Gobierno el pasado mes de noviembre.

Por último, en esta edición de la encuesta se incluyó una pregunta para conocer el impacto de las distintas medidas gubernamentales de apoyo a las empresas adoptadas como respuesta a la pandemia. En el caso de España, un 31 % de las pymes encuestadas habrían accedido, en los últimos doce meses, a ayudas para aliviar los costes de personal, un 14 % se habrían beneficiado de recortes de impuestos y moratorias fiscales, y un 21 % habrían recibido otro tipo de apoyos, como avales a los préstamos. En los tres casos, estos porcentajes se situaron por debajo de los reportados para el conjunto de la UEM (un 48 %, un 25 % y un 32 %, respectivamente). Además, una proporción muy elevada de las pymes españolas que recibieron estas ayudas (entre el 71 % y el 87 %, según el tipo de medida) piensan que dichas actuaciones habrían contribuido de forma relevante a cubrir sus necesidades de liquidez a corto plazo. En cambio, la mayoría de las empresas (un 63 %) consideran que las medidas (en vigor o previstas) destinadas a reducir los riesgos de solvencia a medio plazo no tendrían un impacto relevante sobre la capacidad de devolución de sus deudas.

En resumen, la última edición de la SAFE muestra que, entre octubre de 2020 y marzo de 2021, la actividad de las pymes españolas siguió deteriorándose, si bien de forma más moderada que en la ronda anterior. En este contexto de debilidad económica, la percepción del conjunto de las pymes sobre su acceso a la financiación externa continuó mejorando, aunque aumentó la proporción de empresas que habrían experimentado dificultades para obtener dicha financiación. Además, las pymes señalaron un cierto repunte de los tipos de interés y un endurecimiento de las garantías requeridas, si bien otras condiciones de financiación evolucionaron de forma favorable, especialmente los plazos de vencimiento de los préstamos.

1 Este indicador recoge alguna de las siguientes situaciones: peticiones de fondos que fueron rechazadas; fondos que fueron concedidos pero solo parcialmente; la petición fue aceptada pero a un coste considerado por las empresas como muy elevado, y aquellos casos en los que las empresas no solicitaron financiación porque creían que no se la concederían.

LA PRECISIÓN DE LAS PROYECCIONES A CORTO PLAZO DE LA ACTIVIDAD DURANTE LA PANDEMIA: LA IMPORTANCIA DE LA FECHA DE CIERRE

Pablo Aguilar, Samuel Hurtado y Alberto Urtasun

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 7 de junio

Desde el comienzo de la pandemia de COVID-19, las perspectivas acerca de la evolución de la actividad económica a corto plazo se han encontrado sometidas a una extraordinaria incertidumbre. En concreto, la particular naturaleza de esta perturbación —completamente ajena a las dinámicas económicas previas—, la acusada intensidad de su impacto económico y social, y la excepcionalidad de las medidas desplegadas para contener la expansión del virus y mitigar sus efectos adversos sobre la actividad han supuesto un considerable desafío a la hora de llevar a cabo ejercicios de previsión macroeconómica con un horizonte a corto y a medio plazo.

Abordar estos retos ha exigido acometer cambios muy significativos en la forma en la que estos ejercicios de proyecciones han venido elaborándose tradicionalmente¹. Así, por ejemplo, desde el estallido de la crisis sanitaria, para tratar de recoger la elevada incertidumbre que ha venido caracterizando el contexto macroeconómico y epidemiológico, numerosas instituciones —incluido el Banco de España— han optado por elaborar varios escenarios alternativos, en función de distintos supuestos, como la evolución de la pandemia o la severidad de las medidas de contención desplegadas, y, en algunos casos, de factores como la efectividad de las políticas económicas. Por otro lado, en esta coyuntura excepcionalmente volátil ha ganado peso en los ejercicios de previsión el recurso a diversos indicadores de alta frecuencia, a menudo diaria o semanal —por ejemplo, los relacionados con la evolución de la movilidad, el consumo eléctrico o los gastos con tarjetas de pago—. Estos indicadores ofrecen, prácticamente en tiempo real, señales relevantes sobre el grado de dinamismo de la economía, en contraposición con los indicadores de actividad más habituales, de frecuencia mensual. No obstante, los indicadores de alta frecuencia proporcionan, por lo general, una señal más ruidosa, razón por la que su utilidad disminuye en tiempos normales, cuando la evolución de la actividad económica muestra una mayor inercia.

A pesar de estas innovaciones metodológicas, la predicción de la actividad a corto plazo ha seguido siendo una tarea extraordinariamente compleja, como prueba el hecho de que, desde principios de 2020, se hayan observado unos errores de previsión mayores de lo habitual. Esto puede apreciarse, por ejemplo, en el gráfico 1, que muestra, desde 2016, la desviación entre la tasa de crecimiento del PIB para el trimestre en curso estimada en los ejercicios de proyecciones del Banco de España y la tasa publicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE) en su Avance de la Contabilidad Nacional Trimestral. En efecto, desde el primer trimestre de 2020, tomando como referencia el escenario central de las previsiones del Banco de España, el error de previsión trimestral medio, en valor absoluto, ha sido de 1 punto porcentual (pp), claramente por encima de la desviación de 0,1 pp observada en el promedio del período 2016-2019².

En este contexto, este recuadro explora en qué medida los mayores errores de previsión que se han observado recientemente pueden haberse visto influidos por el comportamiento que la actividad económica mostró entre la fecha de cierre de cada uno de estos ejercicios de previsiones y el final del trimestre cuyo PIB se estima. En particular, la hipótesis realizada es que, desde el comienzo de la pandemia, en una coyuntura económica y sanitaria excepcionalmente cambiante, no disponer de la información relativa a la evolución de la actividad en las últimas semanas del trimestre (desde la fecha de cierre de las previsiones) podría haber tenido un impacto muy significativo en los errores de previsión observados, en especial en comparación con lo acontecido en otros trimestres previos a la pandemia, cuando la volatilidad de la actividad económica en el tramo final de cada trimestre era mucho menor.

Para valorar la validez de esta hipótesis, en este recuadro se hace uso de un indicador desarrollado por el Banco de España. Este indicador, denominado «DENSI» (*Daily Economic News Sentiment Indicator*), trata de medir la evolución del sentimiento económico en España a partir de las noticias publicadas en prensa

1 Véase M. Izquierdo (2021), “Evolución de las proyecciones de las principales variables macroeconómicas en 2020”, recuadro 8, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.

2 Desde la primavera de 2020, el Banco de España comenzó a publicar varios escenarios, tres por lo general, en cada ejercicio de proyecciones. La excepción fue el Informe trimestral de septiembre, cuando solo se publicaron dos escenarios. En este caso, se considera como escenario central el que entonces se denominó «escenario 1».

LA PRECIOSIÓN DE LAS PROYECCIONES A CORTO PLAZO DE LA ACTIVIDAD DURANTE LA PANDEMIA: LA IMPORTANCIA DE LA FECHA DE CIERRE (cont.)

y permite aproximar, prácticamente en tiempo real, el comportamiento del PIB a corto plazo³. A partir del DENSI, cuya frecuencia es diaria, es posible construir una medida que aproxima el cambio que se produjo en el comportamiento de la actividad económica en el plazo de tiempo transcurrido entre la fecha de cierre de cada uno de los ejercicios de proyecciones del Banco de

España y el final del trimestre en cuestión. En otras palabras, este indicador permite valorar hasta qué punto la actividad económica experimentó alteraciones significativas en el tramo final del trimestre en el que se realizan las previsiones, que no pudieron ser tenidas en cuenta a la hora de elaborarlas por ser posteriores a la fecha de cierre.

Gráfico 1
ERRORES EN LA PREVISIÓN DEL PIB A CORTO PLAZO (a)

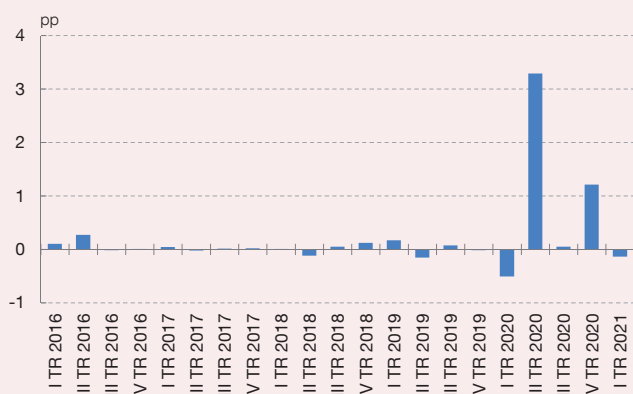


Gráfico 2
DÍAS DESDE EL CIERRE DE LAS PREVISIONES HASTA EL FIN DEL TRIMESTRE

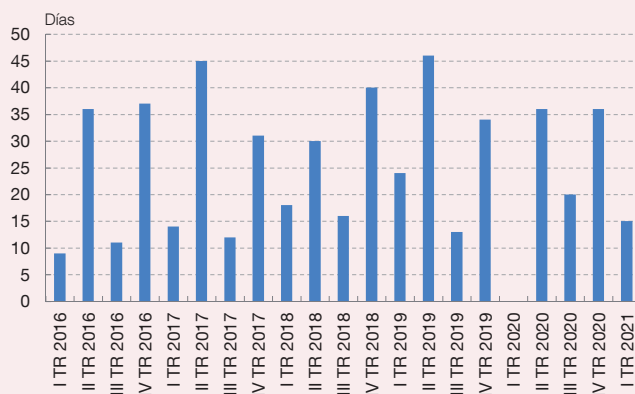


Gráfico 3
REVISIÓN DEL DENSI ENTRE LA FECHA DE CIERRE DE LAS PREVISIONES Y EL FINAL DEL TRIMESTRE (b)

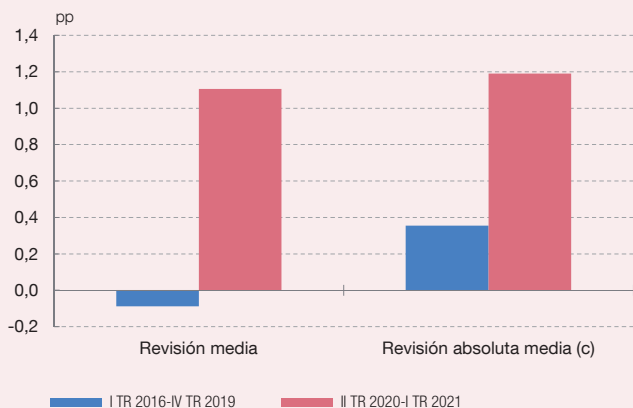
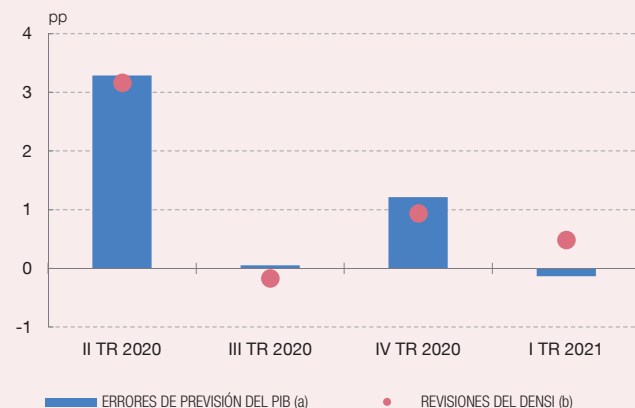


Gráfico 4
ERRORES DE PREVISIÓN DEL PIB Y REVISIONES DEL DENSI



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Diferencia entre la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB publicada por el INE en su Avance de la Contabilidad Nacional Trimestral y la tasa prevista por el Banco de España en su ejercicio de proyecciones macroeconómicas.
- b Diferencia entre el indicador DENSI calculado con toda la información del trimestre y el calculado solo con la información disponible al cerrarse las previsiones. Normalizado a la escala de los errores de previsión del PIB, en puntos porcentuales.
- c Promedio del valor absoluto de las revisiones.

3 Véase P. Aguilar, C. Ghirelli, M. Pacce y A. Urtasun (2021), «Can news help measure economic sentiment? An application in COVID-19 times», *Economics Letters*, vol. 199.

LA PRECISIÓN DE LAS PROYECCIONES A CORTO PLAZO DE LA ACTIVIDAD DURANTE LA PANDEMIA: LA IMPORTANCIA DE LA FECHA DE CIERRE (cont.)

El gráfico 2 muestra, para cada ejercicio de proyecciones, el número de días que transcurrieron entre la fecha de cierre de las previsiones y el final del trimestre, mientras que el gráfico 3 recoge el cambio que, en promedio, sufrió el DENSI durante esos días, donde una variación positiva implica una mejora en el sentimiento⁴. A la luz de esta evidencia, cabe resaltar dos aspectos. En primer lugar, en los ejercicios de proyecciones de junio y diciembre, que se elaboran conjuntamente con el resto de los bancos centrales nacionales del Eurosistema, las previsiones se realizan habitualmente en un momento más temprano del trimestre. El hecho de que en estos ejercicios transcurra un mayor número de días entre la fecha de cierre de las previsiones y el final del trimestre también hace más probable que el DENSI experimente variaciones más significativas que no pueden ser tenidas en cuenta en el momento de la elaboración de las proyecciones.

En segundo lugar, conviene destacar que, en línea con la notable volatilidad en la evolución de la actividad económica que se ha apreciado desde el comienzo de la crisis sanitaria, la magnitud de los cambios que se han producido en el DENSI desde el momento de cierre de las previsiones hasta el final del trimestre ha sido muy superior a la que venía observándose en otros ejercicios previos a la pandemia. Este ha sido especialmente el

caso en los ejercicios de junio y diciembre de 2020. Como se puede apreciar en el gráfico 4, en estos períodos el hecho de que la información relativa al cierre trimestral, que no pudo ser incorporada en el análisis, apuntara a una clara mejoría de la actividad explicaría, en cierta medida, la infraestimación de la tasa de crecimiento del PIB que se produjo en esos ejercicios de proyecciones en el trimestre corriente.

En resumen, el análisis presentado en este recuadro pone de manifiesto que, desde el comienzo de la pandemia, en un contexto de elevada volatilidad de la actividad económica, el hecho de cerrar el ejercicio de proyecciones en una fecha más o menos lejana respecto al final del trimestre habría influido de forma significativa en la precisión de las previsiones realizadas sobre la tasa de crecimiento del PIB a corto plazo. En el caso concreto de estas previsiones a corto plazo relativas al ritmo de avance del producto en el trimestre en curso, este análisis también puede interpretarse como revelador del coste incurrido, en términos de un menor grado de precisión en dichas proyecciones, como consecuencia de que estas se elaboran y publican con un margen de anticipación relativamente amplio con respecto a las estimaciones preliminares oficiales del PIB que el INE publica aproximadamente 30 días después del cierre del trimestre correspondiente.

4 Se calcula como la diferencia entre el promedio del DENSI para el trimestre completo y el promedio de este indicador durante los días transcurridos del trimestre hasta el cierre de las previsiones. En el caso del primer trimestre de 2020, ante la situación de excepcionalidad provocada por el estallido de la pandemia, el Banco de España decidió retrasar la publicación de sus previsiones relativas a este trimestre, que no tuvo lugar en marzo, como venía siendo habitual, sino en abril. Por tanto, en este caso la fecha de cierre del ejercicio de previsiones fue posterior a la finalización del trimestre, lo que implica una variación del DENSI igual a 0.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS EMISIONES DE CO₂ EN ESPAÑA

María de los Llanos Matea, Aitor Lacuesta y Darío Serrano-Puente

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 4 de junio

En el conjunto de 2020, las emisiones de CO₂ en España se redujeron un 17,4%¹. Esta reducción, que también se observó en la Unión Europea (UE) y a escala global (con caídas de las emisiones del 10,4% y del 6,2%, respectivamente), fue consecuencia principalmente de la pandemia de COVID-19 y de los efectos que las medidas desplegadas para contenerla tuvieron sobre la actividad económica, en general, y sobre la de determinados sectores —especialmente, sobre el transporte—, en particular.

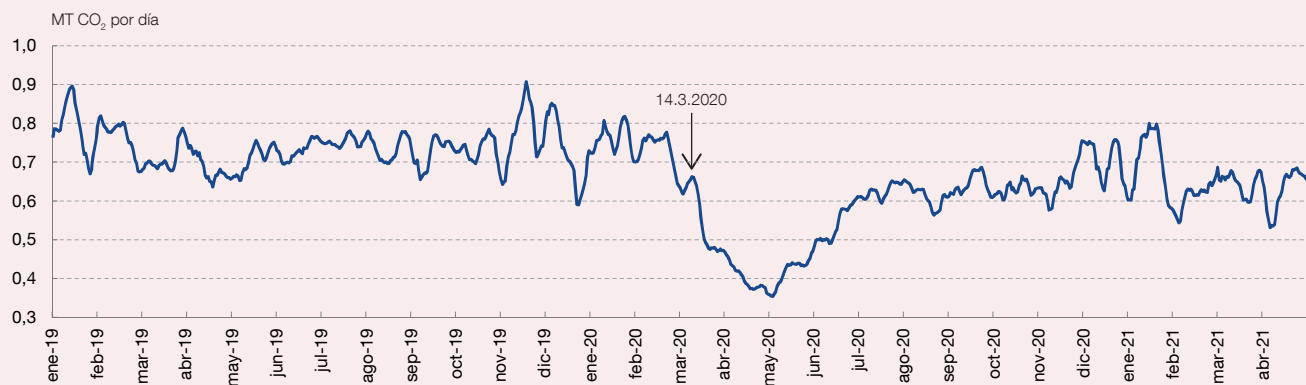
En efecto, como ilustra el gráfico 1, la caída de las emisiones de CO₂ en España se concentró en la segunda mitad de marzo y en abril, cuando se declaró el primer estado de alarma (el 14 de marzo) y se introdujeron las restricciones más severas sobre la movilidad de las personas y la actividad de ciertos sectores. A partir de entonces, la relajación gradual de estas medidas de contención supuso un incremento también paulatino en el volumen de emisiones, si bien dicho volumen aún no ha recuperado los niveles previos a la crisis.

Asimismo, el gráfico 2 pone de manifiesto que, en 2020, las mayores reducciones en las emisiones de CO₂ se produjeron en el transporte aéreo, tanto internacional como nacional. Esta circunstancia, que también se aprecia en el conjunto de la UE-28, resulta coherente con el acusado descenso en los niveles de actividad que este

sector ha registrado desde el comienzo de la pandemia, fundamentalmente como consecuencia de las limitaciones impuestas sobre la movilidad y de la disminución voluntaria de los desplazamientos. Por su parte, las emisiones de CO₂ vinculadas al sector del transporte terrestre y a la industria también se redujeron muy significativamente en las fases iniciales de la pandemia —en el caso del transporte terrestre, de forma algo más intensa que en la UE—, pero, a diferencia de lo observado en el sector del transporte aéreo, ya habrían recuperado niveles similares a los anteriores a la crisis sanitaria. Frente a estas dinámicas, el volumen de emisiones de dióxido de carbono en el sector residencial no mostró desviaciones interanuales reseñables en 2020, mientras que, en el sector energético, las emisiones durante prácticamente todo el pasado año —incluso con anterioridad a la pandemia— fueron inferiores a las de 2019 (registraron una caída anual en promedio del 22%).

Existe evidencia, no obstante, de que no toda la caída en el volumen de emisiones de CO₂ que tuvo lugar en 2020 estuvo asociada a los efectos adversos de la pandemia y de las medidas de contención sobre la actividad económica. Por ejemplo, en el caso particular del sector eléctrico español, cuyas emisiones representan alrededor de un 20% del total de las producidas en la

Gráfico 1
EMISIONES DE CO₂ DE ESPAÑA (a)
Medias móviles de siete días



FUENTE: Carbon Monitor.

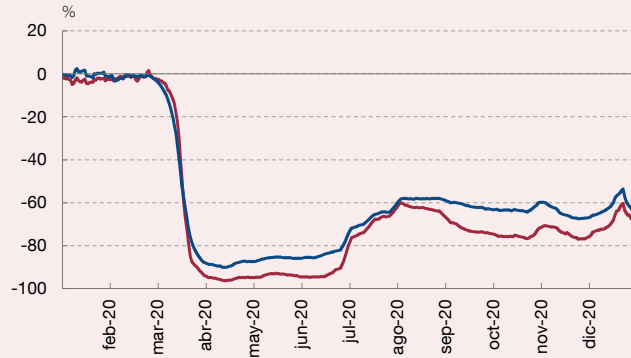
a Incluye los sectores energético, industrial, residencial y de transporte terrestre y aéreo.

1 Según los datos proporcionados por Carbon Monitor para los sectores energético, industrial, residencial y de transporte terrestre y aéreo. A lo largo de 2020, el total de las emisiones se redujo en alrededor de 47 millones de toneladas.

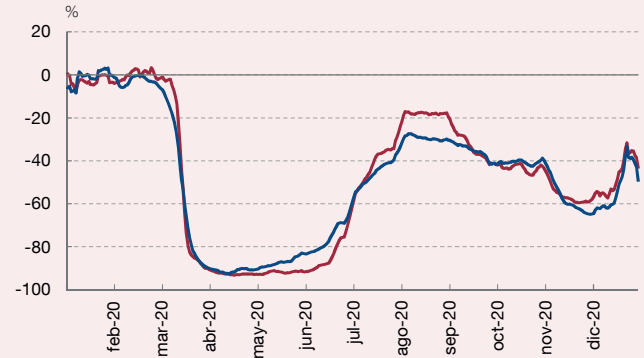
EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS EMISIONES DE CO₂ EN ESPAÑA (cont.)

Gráfico 2
EMISIONES DE CO₂ A LO LARGO DE 2020 EN ESPAÑA Y EN LA UE-28 (a)
Tasas interanuales de medias móviles de siete días

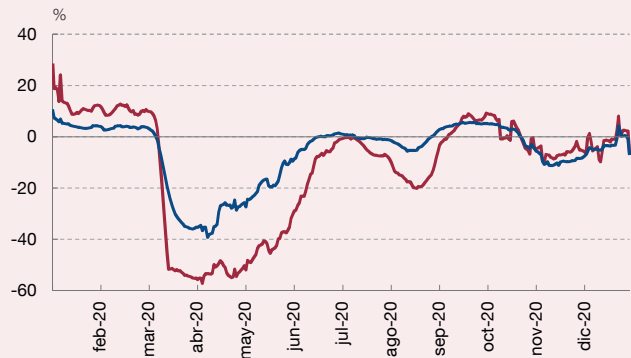
1 TRANSPORTE AÉREO INTERNACIONAL



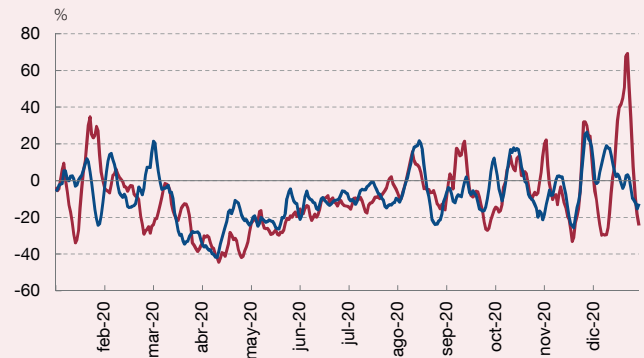
2 TRANSPORTE AÉREO NACIONAL



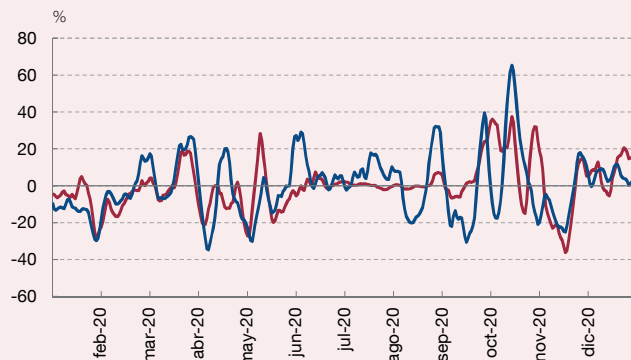
3 TRANSPORTE TERRESTRE



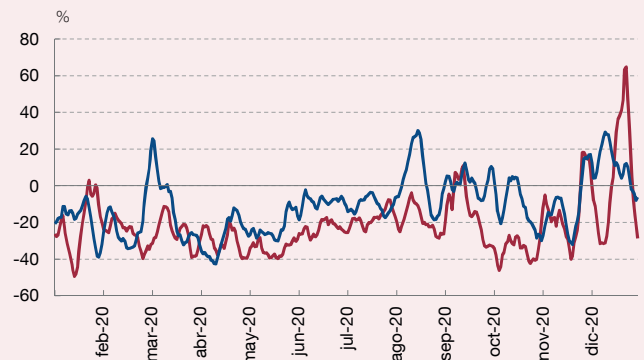
4 INDUSTRIA



5 SECTOR RESIDENCIAL



6 SECTOR ENERGÉTICO



— ESPAÑA — UE-28

FUENTE: Carbon Monitor.

a UE-28 incluye en todo el período al Reino Unido.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS EMISIONES DE CO₂ EN ESPAÑA (cont.)

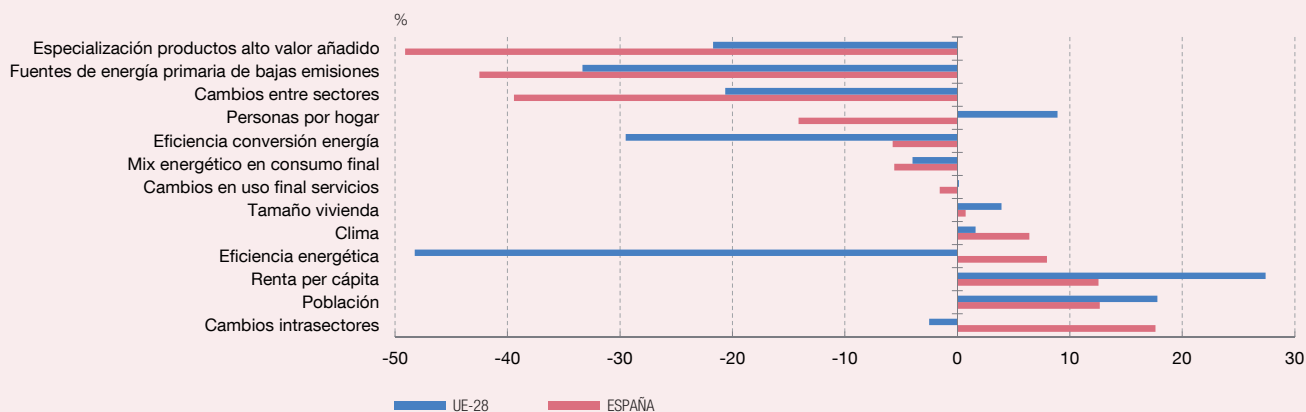
economía, algunos estudios señalan que una parte importante del retroceso en sus emisiones durante 2020 se debió a factores —tanto estructurales como transitorios— no relacionados con la pandemia. En concreto, *Fabra et al. (2021)*² estiman —con un modelo que incorpora la mayor parte de los parámetros técnicos e institucionales de las subastas del mercado eléctrico— las emisiones que se hubieran producido en el sector eléctrico español durante el año pasado en un escenario hipotético en ausencia de pandemia. En particular, estos autores concluyen que un 64 % de la reducción en las emisiones de CO₂ de este sector durante 2020 (lo que equivale a un 17 % del descenso de emisiones observado en el conjunto de la economía) habría sido independiente de la evolución de la actividad económica. Entre los factores que explicarían dicho retroceso, destacarían el cierre de las plantas de carbón que aconteció en 2020, las condiciones climáticas durante el pasado año —un año particularmente húmedo y soleado en comparación con 2019— y el aumento en las inversiones en energías renovables, aspectos todos ellos que alteraron el peso relativo de las distintas fuentes de generación eléctrica. En particular, como consecuencia de estos factores, la producción de energía hidroeléctrica y fotovoltaica, cuyo

nivel de emisiones de CO₂ es relativamente bajo, aumentó un 42 % y un 71 %, respectivamente, en 2020.

De cara al futuro, en sintonía con el papel de liderazgo que la UE ha venido desempeñando a nivel internacional en los últimos años en la lucha contra el cambio climático, España se ha comprometido recientemente a alcanzar, en las próximas décadas, objetivos muy ambiciosos en cuanto a la reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero, al desarrollo de fuentes de energía renovables y al incremento de la eficiencia energética³. Previsiblemente, la consecución de estos objetivos exigirá cambios muy profundos en los patrones de comportamiento de los agentes y en el modelo de crecimiento actual, una transformación estructural que debería verse favorecida por la implementación en los próximos años del programa NGEU en nuestro país.

En todo caso, mientras no se definan con un grado de detalle suficiente las distintas políticas públicas que van a implementarse en el corto y medio plazo en el ámbito del cambio climático, puede resultar de utilidad determinar qué otros factores, más allá de la pandemia de COVID-19, han condicionado la evolución de las emisiones de CO₂ en España en las últimas décadas. En este sentido, el

Gráfico 3
FACTORES ESTRUCTURALES DE LA REDUCCIÓN DE EMISIONES ENTRE 2007 Y 2018 (a)



FUENTE: Serrano-Puente (2021).

a En España, la caída de las emisiones entre 2007 y 2018 fue de un 19 %. En el gráfico, una barra del -10 % (10 %) para un determinado factor implica que dicho factor habría reducido (incrementado) las emisiones totales en un 1,9 %.

2 N. Fabra, A. Lacuesta y M. Souza (2020), «Degrowth versus Decoupling: Competing strategies for carbon abatement?», EnergyEcoLab, 109.

3 Véase Ley 7/2021, de 20 de mayo, de cambio climático y transición energética.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS EMISIONES DE CO₂ EN ESPAÑA (cont.)

gráfico 3, basado en Serrano-Puente (2021)⁴, apunta a que, entre 2007 y 2018, el incremento de las renovables en el conjunto de fuentes de energía primaria fue uno de los factores que más contribuyó a la reducción que se produjo en España en las emisiones de CO₂ asociadas al consumo de energía final (una caída del 19 %, frente a la disminución del 11 % registrado en la UE-28). También contribuyeron de forma importante a esta reducción los cambios que se produjeron en la composición sectorial de nuestra economía entre 2007 y 2018, en línea, por ejemplo, con un mayor grado de terciarización de la actividad.

En sentido contrario, y a diferencia de lo ocurrido en la UE-28, entre 2007 y 2018 destaca la escasa mejora de

España en términos de eficiencia energética. Según la evidencia facilitada en el *Plan Nacional de Acción de Eficiencia Energética 2017-2020*, del Ministerio de Energía, Turismo y Agenda Digital, este fenómeno no estaría ligado necesariamente a disponer de unos equipos poco eficientes técnicamente, sino que, en parte, se debería a una cierta infrautilización de estos durante la década que siguió a la crisis financiera global. En este sentido, en períodos de menor actividad económica, la energía consumida por los diferentes sectores no disminuiría proporcionalmente con la actividad, ya que dichos equipos, a pesar de operar por debajo de su capacidad, seguirían consumiendo un término fijo de energía relativamente elevado⁵.

4 D. Serrano-Puente (2021), «Are we moving towards an energy-efficient low-carbon economy? An input-output LMDI decomposition of CO₂ emissions for Spain and the EU28», *SERIEs*.

5 A modo de ilustración, considérese una máquina que consume una cantidad importante de energía para su puesta en marcha (gasto energético fijo) y una cantidad relativamente pequeña por cada unidad de producto producida. En el caso particular de este equipo, el consumo energético por unidad de producto será mayor (menor) en épocas de poca (much) producción.

2 LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

En los últimos meses, el optimismo ha sido la tónica dominante en los mercados financieros internacionales, favorecido por la mejora de la situación sanitaria, el avance de las campañas de vacunación y la evolución favorable de los indicadores económicos. No obstante, la incertidumbre sobre la persistencia del repunte de la inflación que se ha observado en muchas economías desde comienzos del año y las consiguientes dudas en los mercados sobre la duración del actual tono expansivo de las políticas monetarias han generado algunos episodios puntuales de mayor volatilidad

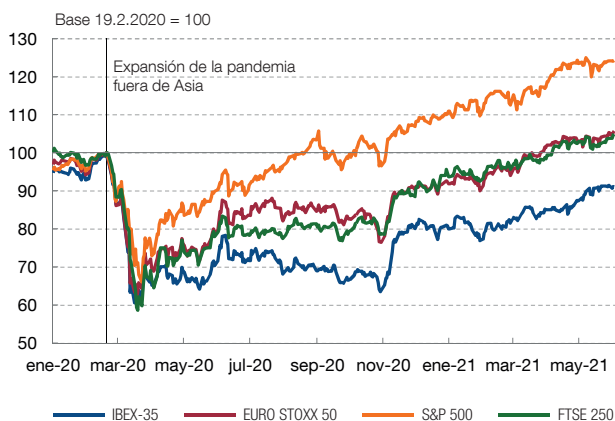
Los índices bursátiles mundiales han respondido positivamente a los paquetes de estímulo fiscal anunciados en la mayoría de las economías avanzadas —sobre todo en Estados Unidos—, a la relajación de las medidas de contención de la pandemia ante la mejora de la situación sanitaria, y a la revisión al alza, relativamente generalizada, de las expectativas de crecimiento económico. La evolución alcista de las cotizaciones bursátiles en la parte transcurrida del año ha supuesto nuevos máximos históricos en el índice S&P 500, la superación de los niveles alcanzados en enero de 2020 en el FTSE 250 y el EURO STOXX 50, y una subida significativa en el IBEX-35 (véase gráfico 3.1). En estas dinámicas, caracterizadas por una elevada heterogeneidad sectorial, ha destacado la revalorización experimentada por el sector bancario. En cualquier caso, la incertidumbre sobre el grado de persistencia del reciente repunte de la inflación en algunos países, la posibilidad de un cierto recalentamiento de la economía de Estados Unidos en el corto plazo y la aparición de nuevas variantes del COVID-19 han provocado algún episodio de volatilidad en los últimos meses.

En el segundo trimestre, las rentabilidades de las deudas soberanas a largo plazo han repuntado en los países de la Unión Económica y Monetaria (UEM). A fecha de cierre de este Informe, la rentabilidad del bono alemán a diez años acumulaba en este trimestre una subida de 10 pb, y alcanzaba los valores más elevados desde mediados de 2019 (véase gráfico 3.2). En cambio, tras los fuertes repuntes registrados a comienzos del año, en la parte transcurrida de este trimestre la rentabilidad de los bonos equivalentes en Estados Unidos y el Reino Unido apenas ha variado. Esta evolución diferencial de la rentabilidad de la deuda soberana entre Estados Unidos y la UEM podría haber condicionado, al menos en parte, la reciente depreciación del dólar estadounidense frente al euro. Por su parte, las primas de riesgo soberano en la zona del euro se han incrementado en Italia, Portugal y Francia (en 13 pb, 12 pb y 12 pb, respectivamente, aunque en los dos últimos casos dicho incremento fue debido, en parte, a un cambio en la referencia), se ha reducido en Grecia (en 5 pb) y apenas ha variado en España.

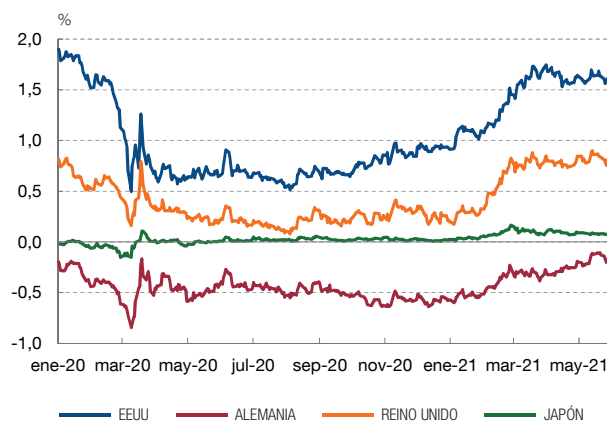
SE MANTIENE EL TONO POSITIVO DE LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES, CON NUEVOS AUMENTOS EN LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS CON RIESGO

Durante el segundo trimestre del año, los índices bursátiles se han revalorizado en los países avanzados, en un contexto de mejora de la situación sanitaria, de avance de las campañas de vacunación y de evolución favorable de los indicadores económicos. Las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo se han elevado en la UEM y se han mantenido relativamente estables en el resto de las economías avanzadas. En los mercados de deuda corporativa, los diferenciales han seguido reduciéndose, especialmente en el segmento de alto rendimiento. En las economías emergentes, los mercados financieros no han mostrado cambios importantes en los últimos meses.

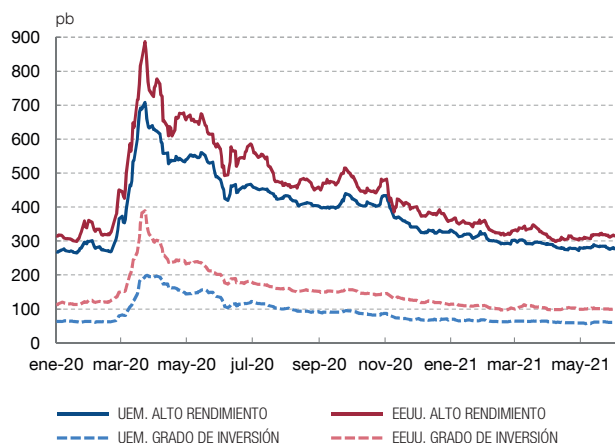
1 ÍNDICES BURSÁTILES



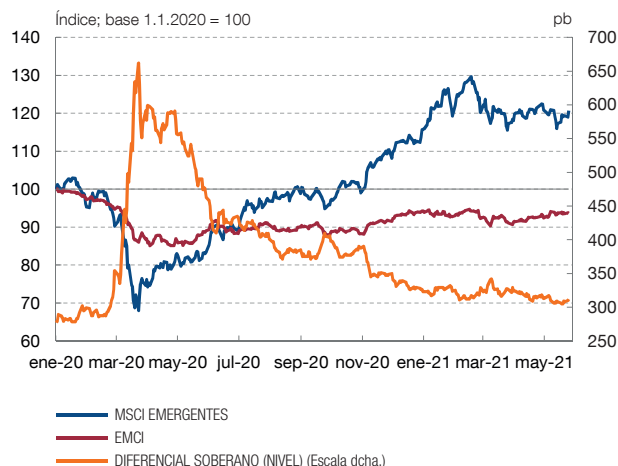
2 RENTABILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA A DIEZ AÑOS



3 DIFERENCIALES DE LOS BONOS CORPORATIVOS RESPECTO A LA CURVA SWAP



4 CONDICIONES FINANCIERAS EN ECONOMÍAS EMERGENTES



FUENTE: Refinitiv Datastream.

La mejora de las expectativas macroeconómicas y el sentimiento positivo de los mercados han permitido que en la zona del euro se prolongara la pauta de caída de los diferenciales corporativos, especialmente en el segmento de alto rendimiento (véase gráfico 3.3). A pesar de ello, el coste de financiación en los mercados de bonos corporativos de la UEM se ha elevado en los últimos meses, debido al repunte de los tipos de interés libres de riesgo. Por su parte, las emisiones de bonos corporativos han seguido aumentando en este trimestre, aunque

permanecen por debajo de los volúmenes registrados en años anteriores en el segmento de grado de inversión, probablemente afectadas por las menores necesidades de financiación de las empresas después del volumen elevado de fondos captados durante el pasado ejercicio.

La evolución de los mercados financieros de las economías emergentes no ha mostrado cambios importantes en los últimos meses (véase gráfico 3.4). En particular, las rentabilidades de la deuda soberana en moneda local han registrado subidas más suaves que en los meses previos, se han producido entradas de capitales de cartera moderadas, y se ha observado un ligero retroceso del volumen de emisiones, especialmente de las soberanas. En cualquier caso, al margen de estas dinámicas, existe una cierta preocupación por la posibilidad de un eventual recalentamiento de la economía de Estados Unidos, que podría traducirse en un endurecimiento de las condiciones de financiación para aquellas economías emergentes con un mayor grado de vulnerabilidad fiscal o externa.

3 ENTORNO EXTERIOR DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

3.1 Entorno exterior del área del euro

La economía mundial ha seguido expandiéndose en la parte transcurrida de este año, si bien a un ritmo algo menor que en el tramo final de 2020 y con una evidente heterogeneidad entre países. Esto ha sido debido a una evolución epidemiológica desigual y al distinto grado de apoyo de las políticas económicas

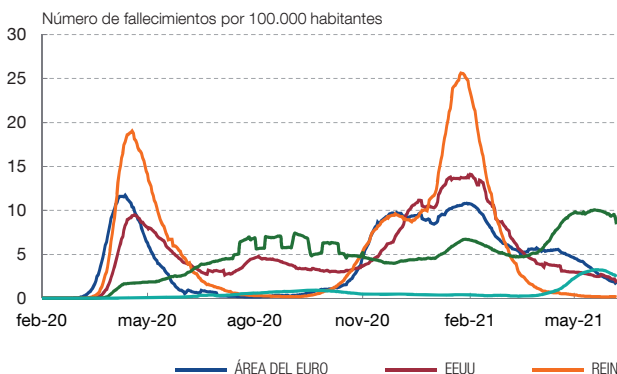
La actividad económica global continuó su recuperación en el primer trimestre de 2021, aunque a un menor ritmo que en el trimestre precedente y con notables diferencias entre las principales economías mundiales. La evolución heterogénea de la pandemia y los diferentes ritmos de vacunación a escala internacional condicionaron la capacidad para relajar las medidas sanitarias de contención de la enfermedad en cada país y, por tanto, para avanzar en el proceso de normalización de la actividad (véanse gráficos 4.1 y 4.2). En este sentido, el PIB se contrajo un 0,6 % en el área del euro, un 1,3 % en Japón y un 1,5 % en el Reino Unido en el primer trimestre del año, y experimentó una fuerte ralentización en las economías emergentes, que afectó especialmente a Asia por el agravamiento de la pandemia en algunos países, como la India, y por la desaceleración gradual del ritmo de avance del producto en China. En sentido contrario, Estados Unidos registró una notable aceleración de su tasa de crecimiento en el mismo período (hasta el 1,6 % intertrimestral), gracias a los apoyos de política económica —en particular de los planes de estímulo fiscal— y al avance en el proceso de vacunación (véase gráfico 4.3). Estados Unidos será una de las pocas economías que cierre la brecha de producción en 2021. Por su parte, el comercio mundial siguió expandiéndose durante este período, aunque también a un ritmo más moderado. Destaca, particularmente, el retroceso del comercio entre la UE y el Reino Unido, que reflejaría, en parte, disrupciones de corto plazo relacionadas con el *brexit*.

Los indicadores de actividad de alta frecuencia relativos al segundo trimestre sugieren que la recuperación continuará su progreso, tanto en el sector de manufacturas como en el de servicios. En los últimos meses, los avances en la campaña de vacunación de la población están propiciando, en los países desarrollados, el levantamiento progresivo de las medidas de contención y la vuelta a la normalidad de la actividad económica. Estos desarrollos se estarían viendo reflejados en una mejora de los indicadores de actividad y demanda, así como de los indicadores de empleo. No obstante, la brecha de producción que existe actualmente en estas economías es aún muy elevada y, salvo en Estados Unidos, el Fondo Monetario Internacional prevé que el proceso de absorción de dicha holgura

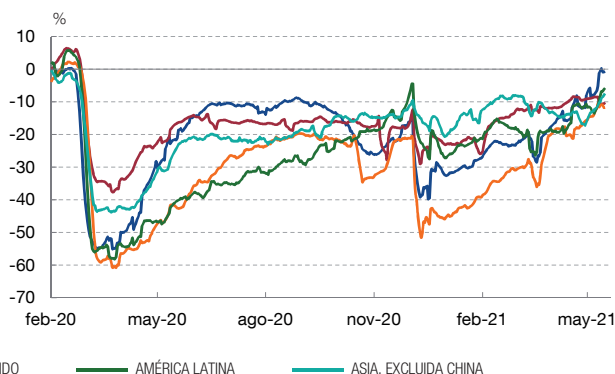
EL IMPACTO DE LA PANDEMIA DE COVID-19 EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL

La economía mundial continuó su recuperación en el primer trimestre de 2021, aunque a un ritmo menor y con una evidente heterogeneidad entre países, que refleja, en buena parte, la desigual evolución de la pandemia. El crecimiento parece intensificarse en el segundo trimestre, apoyado por la progresiva reapertura de las economías y las políticas económicas. La inflación experimentó un repunte, impulsada por efectos base que amplifican los efectos del encarecimiento de la energía, los alimentos y algunos *inputs*.

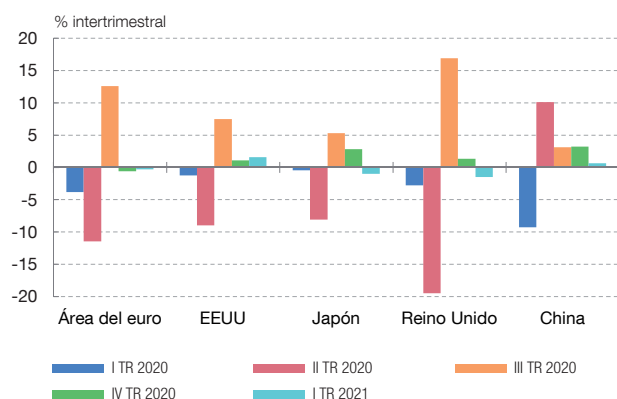
1 NUEVOS FALLECIMIENTOS POR COVID-19 POR 100.000 HABITANTES (SUMA DE 14 DÍAS)



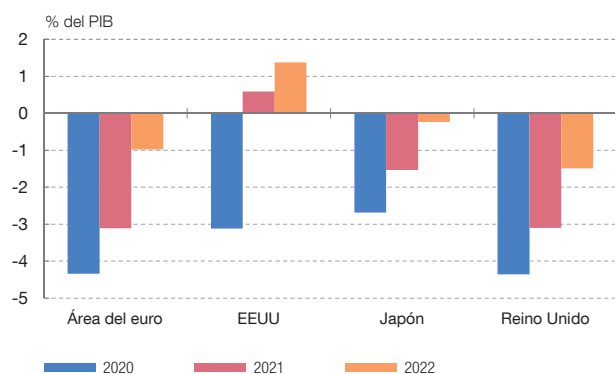
2 INDICADORES DE MOVILIDAD (a)



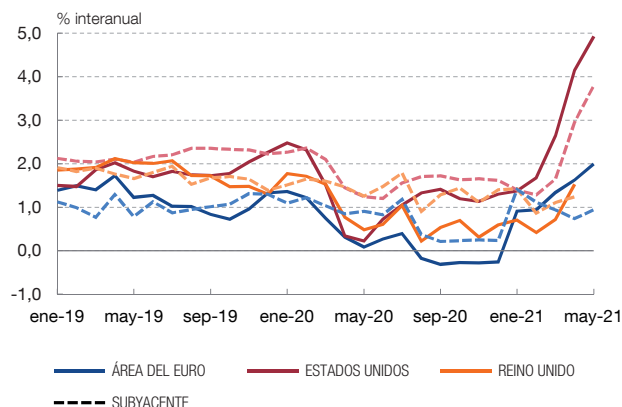
3 CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB



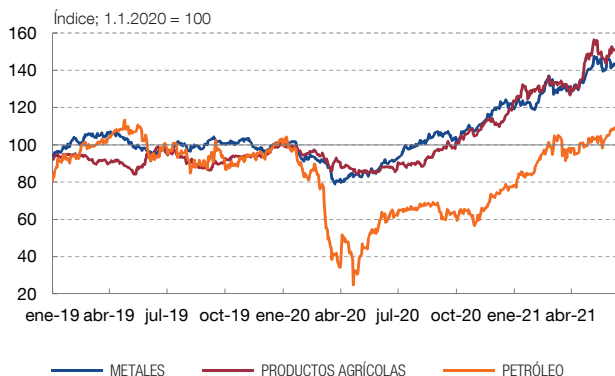
4 BRECHA DE PRODUCCIÓN



5 INFLACIÓN TOTAL Y SUBYACENTE EN ECONOMÍAS AVANZADAS



6 EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LAS MATERIAS PRIMAS



FUENTES: *Consensus Forecast*, Fondo Monetario Internacional, Google, Johns Hopkins University - Coronavirus Resource Center, JP Morgan y Thomson Reuters.

a Media móvil de siete días de movilidad a establecimientos minoristas, de ocio y de alimentación, y centros de trabajo.



sea relativamente lento (véanse gráfico 4.4 y recuadro 3, sobre el comportamiento previsto del consumo y el ahorro). Por su parte, en las regiones emergentes más afectadas por rebrotes de la pandemia, como la India o América Latina, es probable que el crecimiento en el segundo trimestre sea inferior a lo esperado previamente.

En los primeros meses de 2021, las tasas de inflación han experimentado un repunte sustancial, impulsadas por los efectos base vinculados a la fuerte caída de los precios acaecida en 2020 y por el encarecimiento de la energía, los alimentos y algunos bienes intermedios (véanse gráficos 4.5 y 4.6). El crecimiento de la demanda agregada, inducido por la reapertura de las economías y la progresiva recuperación de la actividad, ha coincidido, en algunos casos, con problemas de oferta asociados a la aparición de cuellos de botella en el suministro de ciertos *inputs*, lo que se ha traducido en un aumento significativo de los precios de determinados productos. Aunque este tipo de desequilibrios suelen ser de naturaleza transitoria, el proceso de ajuste entre la oferta y la demanda podría no ser inmediato en ciertos sectores, como el de los semiconductores, un componente clave para la industria automovilística y la producción de equipamiento electrónico. En cualquier caso, la acción combinada de los factores descritos anteriormente ha dado lugar a un incremento notable de las tasas de inflación, que, en algunos casos, como el de Estados Unidos, ha sido mayor de lo esperado (+5 % interanual en mayo).

Los bancos centrales de la mayoría de las economías avanzadas y emergentes han mantenido las medidas adoptadas para mitigar el impacto económico de la pandemia, preservando, de este modo, el tono extraordinariamente expansivo de sus políticas monetarias. No obstante, en algunas economías emergentes, los bancos centrales parecen haber dado por concluido en el primer trimestre el ciclo de relajación monetaria. Así, en países como Brasil y Rusia, las autoridades monetarias decidieron elevar los tipos de interés oficiales, entre marzo y mayo, con el objetivo de evitar que el incremento de los precios derive en un desanclaje de las expectativas de inflación y termine por trasladarse a los componentes subyacentes de la inflación. De cara al futuro, el riesgo de que determinadas economías emergentes experimenten algunas turbulencias, como consecuencia de un eventual endurecimiento de las condiciones financieras globales en un contexto de salida desincronizada de la crisis, dependerá del grado relativo de vulnerabilidad macrofinanciera. En términos generales, en la actualidad, dicha vulnerabilidad sería menor que en otros episodios recesivos previos en el terreno de los desequilibrios exteriores y en el sector bancario, pero sería, en muchos casos, mayor en el ámbito fiscal.

En el terreno de las políticas fiscales, el Gobierno de Estados Unidos ha anunciado nuevos planes de estímulo que, previsiblemente, no solo impulsarán el crecimiento de la economía estadounidense en el corto plazo, sino que tendrán efectos positivos sobre el conjunto de la economía mundial. Fundamentalmente, las iniciativas propuestas en marzo y abril de 2021 (*American Jobs Plan* y *American Families Plan*) incrementarán la inversión pública en

infraestructuras, el gasto público en educación y los beneficios sociales para los hogares durante los próximos diez años. Este incremento del gasto, si es aprobado sin modificaciones a lo largo de este año, correspondería a un total de 4 billones de dólares, aproximadamente, y vendría financiado, en parte, por mayores impuestos a las empresas y a los hogares con rentas más elevadas. Es de esperar que estos planes contribuyan a un mayor crecimiento en Estados Unidos y, a la vez, tengan ciertos efectos positivos de desbordamiento (*spillover*) sobre el resto del mundo⁴.

3.2 El área del euro

En el segundo trimestre del año, el avance en el proceso de vacunación y la mejora de la situación epidemiológica estarían permitiendo retomar la senda de recuperación económica tras los retrocesos registrados en la actividad en los dos trimestres anteriores. La actual trayectoria ascendente de la inflación refleja, en buena medida, factores transitorios cuyos efectos previsiblemente se disiparán conforme avance el año. En un contexto en el que el grado de holgura económica se mantiene elevado, continúan sin detectarse significativas tensiones inflacionistas subyacentes

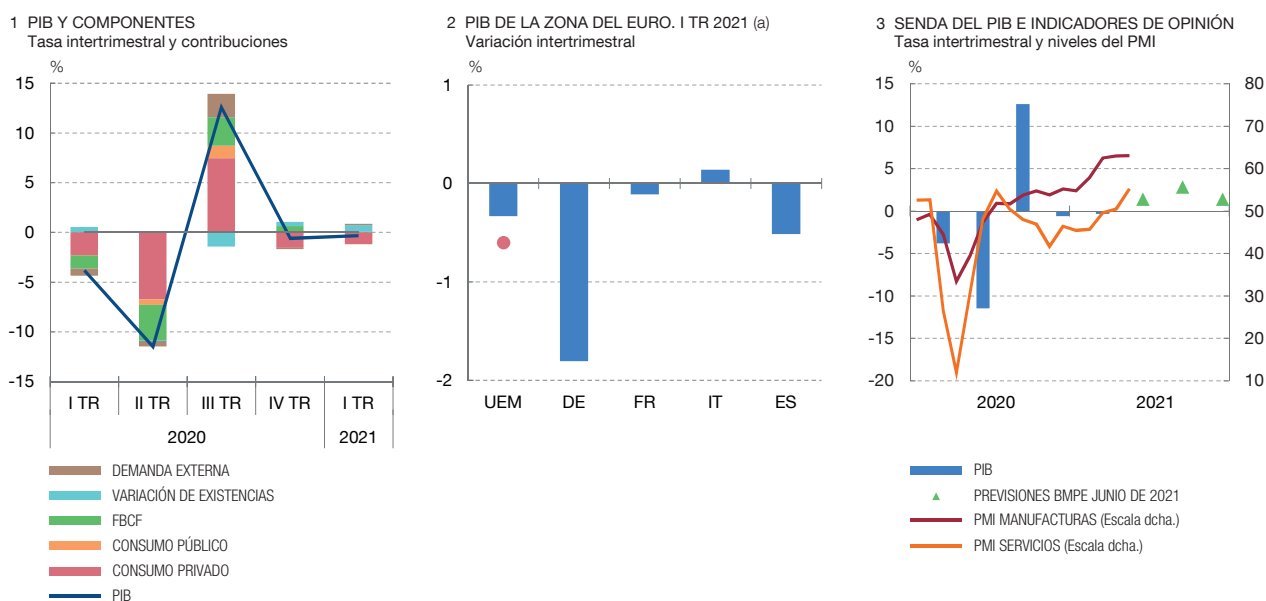
La actividad económica en la zona del euro volvió a deteriorarse en los primeros meses del año, en un contexto de prolongación de las medidas de contención de la pandemia introducidas tras el empeoramiento de la situación sanitaria que tuvo lugar a finales de 2020. El PIB de la UEM se contrajo un 0,3 % en el primer trimestre del año como consecuencia del retroceso del consumo privado, parcialmente compensado por la acumulación de existencias (véanse gráficos 5.1 y 5.2). Hay que tener en cuenta, sin embargo, que este dato se vio muy afectado por el elevado crecimiento que registró Irlanda en este período (del 7,8 %). Así, excluyendo a Irlanda del agregado de la UEM, el PIB del área del euro habría retrocedido un 0,6 % durante el primer trimestre del año, tasa similar a la registrada en el cierre de 2020. El aumento de las ventas al exterior de Irlanda y la caída intensa de sus importaciones también afectaron a la contribución, ligeramente positiva, de la demanda exterior neta al crecimiento trimestral de la UEM. Por sectores, la contracción de la actividad se concentró, de nuevo, en los servicios más afectados por las medidas de contención de la pandemia, si bien la actividad manufacturera también vio ralentizada su recuperación por la aparición de algunos cuellos de botella en el suministro de determinados bienes intermedios, que afectaron especialmente al sector del automóvil.

Los indicadores de actividad más recientes sugieren que en primavera el PIB de la UEM habría retomado la senda de recuperación interrumpida en el cuarto trimestre de 2020 (véase gráfico 5.3). En los últimos meses, el avance en

⁴ Para un análisis del impacto de anteriores planes fiscales estadounidenses, véase el recuadro 3 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.

LA ECONOMÍA DE LA ZONA DEL EURO PROLONGA SU RETROCESO EN EL PRIMER TRIMESTRE DEL AÑO

La actividad económica acusó el deterioro de la situación sanitaria a comienzos de año y la prolongación generalizada de las medidas de contención, con un impacto negativo sobre el consumo privado, en particular en Alemania. Se prevé que el PIB empiece su senda de recuperación a partir de abril, con un crecimiento intenso en el segundo semestre de 2021.



FUENTES: Eurostat, Markit Economics, Banco Central Europeo y bancos centrales nacionales.

a El punto de color rojo corresponde a la tasa intertrimestral del PIB de la UEM excluida Irlanda.



las campañas de vacunación nacionales y la mejora de la situación epidemiológica han propiciado una relajación gradual de las medidas de contención de la pandemia, lo que habría permitido una cierta expansión del consumo y de la actividad de los servicios, que, no obstante, sería heterogénea por países. En esta dirección apuntaría, por ejemplo, la información más reciente relativa a los indicadores de confianza de la Comisión Europea y los PMI, con un repunte generalizado por sectores y países. Otros factores, de diversa índole, también estarían apoyando el repunte de la actividad. Entre ellos, destacarían la mejora del comercio exterior, el mantenimiento del tono expansivo de la política monetaria del BCE, y la prolongación de los estímulos fiscales, con la puesta en funcionamiento de los planes de inversión financiados con los fondos del programa NGEU. Con todo, se prevé que a corto plazo la recuperación de la UEM sea más lenta que en otras áreas geográficas (véase recuadro 2, sobre los factores explicativos del diferencial de crecimiento entre la UEM y Estados Unidos durante la pandemia).

El ejercicio de proyecciones macroeconómicas de junio del Eurosistema⁵ (BMPE) revisa al alza el crecimiento del PIB de la zona del euro, hasta el 4,6 %

⁵ Véase *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro. Junio 2021*.

PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB Y DEL IAPC PARA LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA (a)

	2021		2022		2023	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC	PIB	IAPC
BCE (junio de 2021)	4,6 (0,6)	1,9 (0,3)	4,7 (0,6)	1,5 (0,3)	2,1 (0)	1,4 (0)
Comisión Europea (mayo de 2021)	4,3 (0,5)	1,7 (0,3)	4,4 (0,6)	1,3 (0)		
OCDE (mayo de 2021)	4,3 (0,4)	1,8 (...)	4,4 (0,6)	1,3 (...)		
FMI (abril de 2021)	4,4 (0,2)	1,4 (...)	3,8 (0,2)	1,2 (...)	1,9 (...)	
<i>Consensus Forecast</i> (mayo de 2021)	4,2 (0)	1,7 (0,1)	4,3 (0)	1,3 (0)		

FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea, *Consensus Forecast*, FMI y OCDE.

a Entre paréntesis, variación respecto a la previsión anterior, que corresponde a marzo para el BCE, febrero para la CE, marzo para la OCDE, enero para el FMI y abril para *Consensus*.

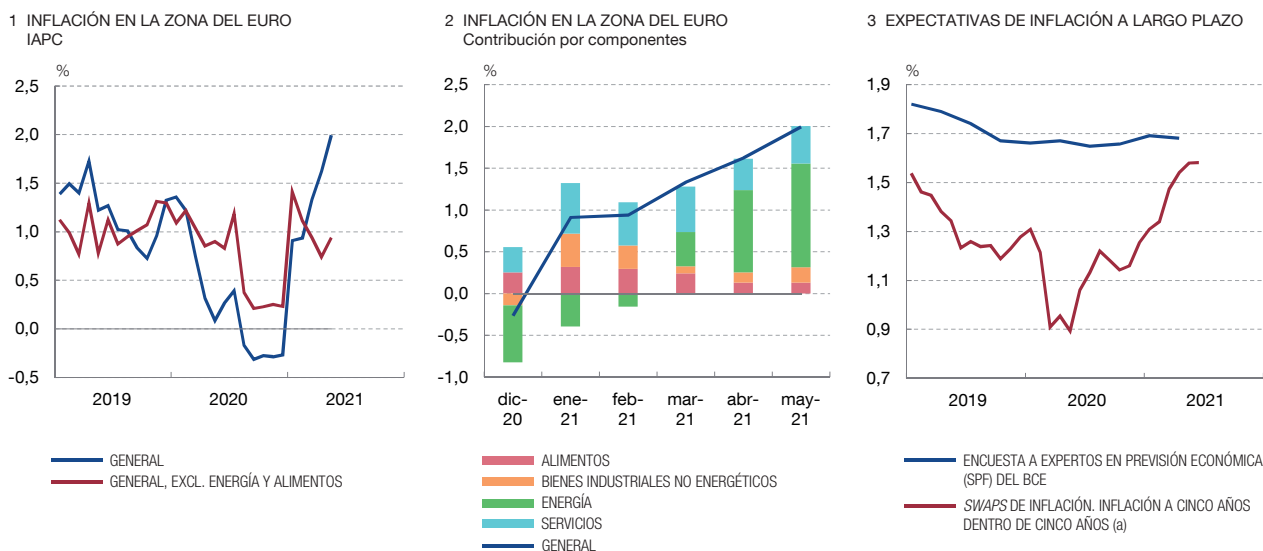
en 2021 y el 4,7 % en 2022. Comparado con el ejercicio de marzo, el comienzo del año ha mostrado un menor dinamismo de la actividad en la UEM —excluyendo a Irlanda— que el anticipado y unos precios del petróleo más elevados. No obstante, estos factores se han visto compensados por un entorno internacional más dinámico⁶, por unas mejores perspectivas a corto plazo, asociadas al avance en el proceso de inmunización de la población, y por el impulso de las nuevas medidas fiscales adoptadas por los Gobiernos de la UEM (principalmente a través de un aumento de transferencias a empresas y hogares). Estas proyecciones son algo más optimistas que las elaboradas por otros organismos internacionales y analistas privados para 2021 y 2022. (véase cuadro 2). El ejercicio destaca, además, que las proyecciones siguen estando sometidas a una incertidumbre mayor que la habitual (aunque menor que la que existía en las fases iniciales de la crisis sanitaria) como consecuencia de tres elementos de difícil calibración: la propia evolución epidemiológica de la pandemia, el comportamiento de los consumidores en relación con el uso de la bolsa de ahorro que han acumulado desde el comienzo de la crisis (véase recuadro 3), y los efectos a largo plazo de una crisis que se ha prolongado más de lo previsto inicialmente.

En el ámbito de la política fiscal, los Programas de Estabilidad presentados en abril por los Estados miembros apuntan a una continuación de las medidas de apoyo a la actividad. En este sentido, el BMPE prevé que el déficit del área del euro en 2021 se sitúe en el 7,3 % del PIB, 0,2 pp por debajo del nivel registrado en 2020, y que dicho desequilibrio presupuestario se reduzca hasta algo más del 3 % en 2022, principalmente por el repliegue de los programas de estímulo y la consolidación de la recuperación económica. Por su parte, en la fecha de cierre de este Informe,

6 En las previsiones del BMPE de junio se incorporan el paquete fiscal de rescate de Estados Unidos aprobado el pasado mes de marzo (*American Rescue Plan*) —que no estaba contemplado en el ejercicio de proyecciones de marzo— y los dos planes fiscales de Estados Unidos que se han anunciado con posterioridad, pero aún no se han aprobado (*Jobs Plan* y *Families Plan*).

LA INFLACIÓN EN EL ÁREA DEL EURO MANTIENE SU TRAYECTORIA ALCISTA

El repunte de la inflación de los últimos meses ha estado asociado, en buena parte, a factores de carácter temporal, como el incremento de los precios de la energía, el final de la reducción del IVA alemán, el cambio de pesos o el retraso del período de rebajas. Sin embargo, la inflación subyacente se mantiene en valores reducidos. Las expectativas de inflación permanecen en niveles moderados, pese al repunte desde los mínimos alcanzados en 2020.



FUENTES: Bloomberg, Eurostat y Banco Central Europeo.

a Promedio mensual de datos diarios.



23 países ya han presentado sus Planes de Recuperación y Resiliencia (PRR), vinculados al uso de los fondos del programa NGEU, planes que deberán ser aprobados por las instituciones europeas en el plazo de tres meses desde su recepción.

La inflación general mantiene la senda alcista iniciada a principios de año, que se ha visto afectada por diversos factores de carácter temporal. En mayo, la inflación general repuntó hasta el 2 %, impulsada principalmente por el componente energético y, en menor medida, por los servicios. La inflación subyacente aumentó hasta el 0,9 % (véanse gráficos 6.1 y 6.2). Entre los factores que condicionan la evolución de la inflación desde principios de año, destacan la finalización de la reducción transitoria del IVA en Alemania en enero, el aumento de los precios de la energía, el retraso del período de rebajas en algunos países y el cambio en las ponderaciones de la cesta de consumo del IAPC.

En un contexto en el que el grado de holgura de la economía es aún elevado y en el que la recuperación de la demanda agregada es todavía débil, no se anticipan presiones inflacionistas significativas en los próximos años. El BMPE de junio prevé que la tasa de inflación media se eleve hasta el 1,9 % en 2021 (frente

al 0,3 % registrado en 2020), para posteriormente moderarse hasta el 1,5 % en 2022 y el 1,4 % en 2023 (véase cuadro 2). Como se ha mencionado, el repunte de la inflación en 2021 reflejaría, en buena medida, la acción de diversos factores idiosincrásicos y de carácter transitorio, que se irán disipando en el transcurso del año. En este sentido, las previsiones en cuanto a la evolución de la inflación subyacente apuntan a un crecimiento moderado en 2021 (1,1 %), que aumentaría gradualmente hasta el 1,4 % en 2023. Por su parte, los indicadores de expectativas de inflación de mercado se mantienen en niveles claramente alejados de la referencia de medio plazo del 2 %, a pesar del repunte que han experimentado en los últimos meses desde los mínimos alcanzados en 2020 (véase gráfico 6.3).

En la última reunión de política monetaria, celebrada en junio, el Consejo de Gobierno del BCE decidió confirmar la orientación, muy acomodaticia, de su política monetaria. Así, durante el próximo trimestre, las compras netas en el marco del PEPP continuarán realizándose a un ritmo significativamente más elevado que en los primeros meses de este año. Al igual que en la reunión de abril, los tipos de interés oficiales se mantuvieron sin variación y no se introdujeron cambios adicionales en el diseño de los programas de compra de activos ni en las operaciones de financiación. Tras estas decisiones, el mercado sigue sin anticipar cambios en los tipos de interés de referencia para los próximos trimestres.

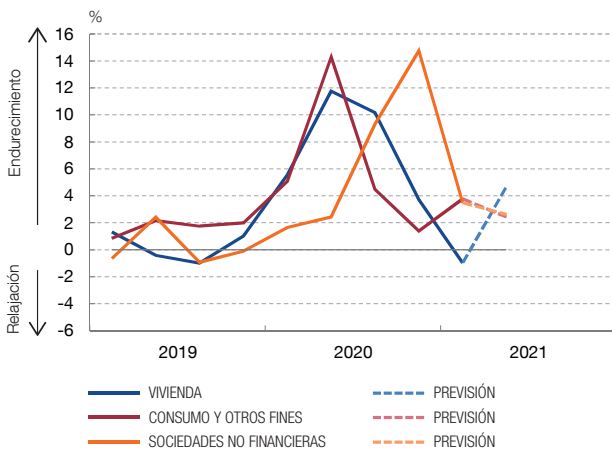
Las condiciones de financiación del sector privado no financiero continúan siendo holgadas, aunque los criterios de concesión de préstamos habrían seguido endureciéndose en el primer trimestre. Según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), este endurecimiento habría sido moderado y habría afectado tanto al crédito a las familias para consumo y otros fines como al destinado a las empresas. Esta tendencia, de cumplirse las expectativas de las entidades financieras, podría haberse prolongado durante el segundo trimestre del año y haberse extendido a los préstamos para adquisición de vivienda (véase gráfico 7.1). A pesar de ello, la última edición de la encuesta a las pymes de la zona del euro sobre su acceso a la financiación no señala un deterioro de la disponibilidad de préstamos bancarios en el período transcurrido entre octubre de 2020 y marzo de 2021 (véase recuadro 4). Por su parte, los costes medios de los préstamos han continuado reduciéndose, si bien de forma marginal, hasta situarse en abril en niveles cercanos a sus mínimos históricos en la mayoría de los segmentos. En cambio, el coste de las emisiones de valores de renta fija a largo plazo para las empresas se ha incrementado en los últimos meses, en línea con la subida observada en los tipos de interés de la deuda soberana a ese horizonte (véase gráfico 7.2).

En este contexto, la financiación captada por el sector privado no financiero ha mostrado un mayor dinamismo en los últimos meses, especialmente en el caso de las sociedades no financieras. Así, se ha acelerado el crecimiento de los préstamos bancarios a las empresas, al tiempo que, más recientemente, ha vuelto a crecer la financiación empresarial mediante la emisión de valores de renta fija, que

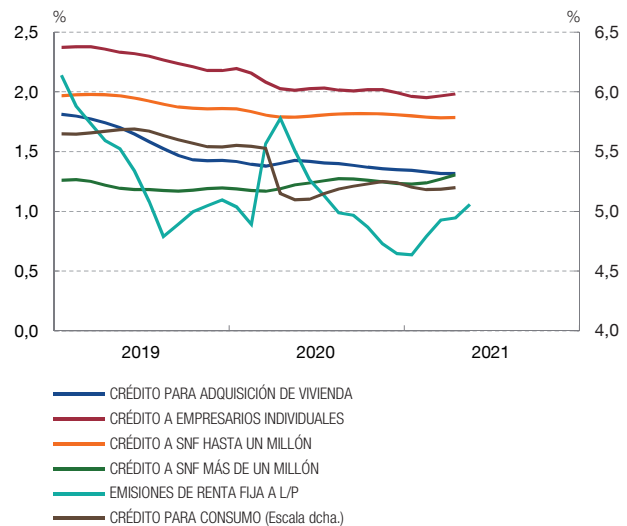
LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN SIGUEN SIENDO HOLGADAS, AUNQUE LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS SE HABRÍAN VUELTO A ENDURECER DURANTE EL PRIMER TRIMESTRE DE 2021

Según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, los criterios de concesión de préstamos se habrían vuelto a endurecer en la mayoría de los segmentos, aunque de forma moderada, en el primer trimestre de 2021, y, de cumplirse las previsiones de las entidades financieras, esta tendencia podría haberse prolongado durante el segundo trimestre y extendido a todas las modalidades. Con todo, los tipos de interés medios de la financiación bancaria se sitúan próximos a sus mínimos históricos. En cambio, el coste de la emisión con valores de renta fija a largo plazo de las empresas ha repuntado durante los últimos meses, en línea con la evolución de la rentabilidad de la deuda soberana a ese horizonte.

1 ENCUESTA DE PRÉSTAMOS BANCARIOS: VARIACIÓN DE LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS (a)



2 COSTES DE FINANCIACIÓN (b)



FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco Central Europeo.

- a Indicador = porcentaje de entidades que han endurecido los criterios considerablemente $\times 1$ + porcentaje de entidades que han endurecido los criterios en cierta medida $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que han relajado los criterios en cierta medida $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que han relajado los criterios considerablemente $\times 1$.
- b Los tipos de interés bancarios son tipos efectivos definición restringida (TEDR), es decir, excluyen los gastos conexos, como las primas por seguros de amortización y las comisiones. Asimismo, estos tipos son ciclo-tendencia, es decir, están ajustados por estacionalidad y componente irregular (alteraciones pequeñas de la serie sin una pauta periódica ni tendencial reconocible).



se había contraído ligeramente al cierre de 2020 y en el arranque de 2021. También ha aumentado, aunque de forma ligera, el ritmo de crecimiento del crédito a los hogares, gracias a la mayor tasa de avance de la financiación para la compra de vivienda, a la moderación del retroceso de crédito al consumo y a la recuperación de los préstamos destinados a otros fines.

El coste de la financiación bancaria de las sociedades no financieras y de los hogares se ha mantenido en niveles reducidos, al tiempo que los criterios de aprobación de los préstamos habrían vuelto a endurecerse moderadamente

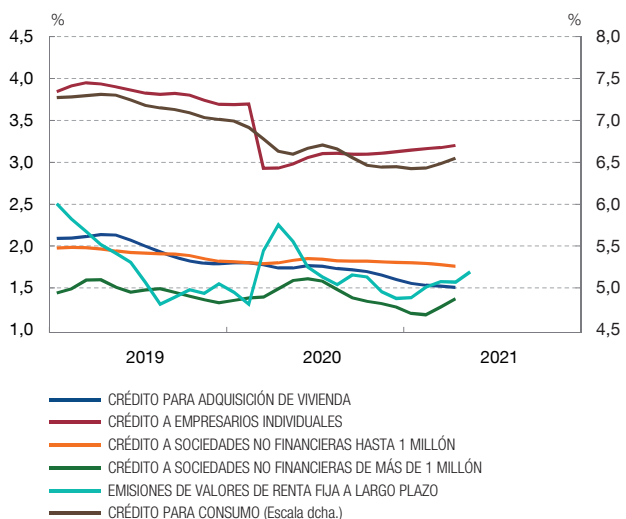
En la parte transcurrida del segundo trimestre, el IBEX-35 se ha revalorizado un 6,7 %, mientras que, en el mercado de deuda soberana, la prima de riesgo española a diez años apenas ha variado. El avance de las cotizaciones bursátiles en España, mayor que el observado en el EURO STOXX 50 (un 4,5 %), se ha visto especialmente favorecido por la revalorización del sector bancario, en un contexto general de mejora en las perspectivas macroeconómicas y en la evolución de la pandemia. Por su parte, en los mercados de deuda, tanto soberana como corporativa, las rentabilidades de los bonos a largo plazo han seguido aumentando durante el trimestre, en línea con lo observado en el resto de los mercados de la UEM. Así, por ejemplo, en la parte transcurrida del trimestre, la rentabilidad del bono español a diez años se ha elevado en 10 pb, hasta el 0,44 %, sin que la prima de riesgo respecto al bono alemán equivalente haya sufrido cambios significativos.

El coste de los créditos bancarios a hogares y a sociedades no financieras se ha mantenido en niveles reducidos, si bien se han producido ligeros repuntes en algunos segmentos, al tiempo que los criterios de aprobación de los préstamos habrían seguido endureciéndose. Durante los últimos meses, se han elevado los tipos de interés en las nuevas operaciones crediticias con empresas por importe superior al millón de euros, en el crédito para consumo y en el destinado a los empresarios individuales. Por el contrario, en el resto de los segmentos el coste del crédito bancario apenas ha variado (véase gráfico 8.1). Por su parte, según la EPB, los criterios de aprobación de préstamos se endurecieron ligeramente en el primer trimestre de 2021, debido a un aumento de los riesgos percibidos por los prestamistas, pauta que las entidades preveían que continuaría en todos los segmentos en el segundo trimestre (véase gráfico 8.2). En consonancia con esta evolución, la encuesta a las pymes sobre su acceso a la financiación muestra que, entre octubre de 2020 y marzo de 2021, se incrementó la proporción de empresas que habrían experimentado dificultades para obtener financiación bancaria (véase recuadro 4).

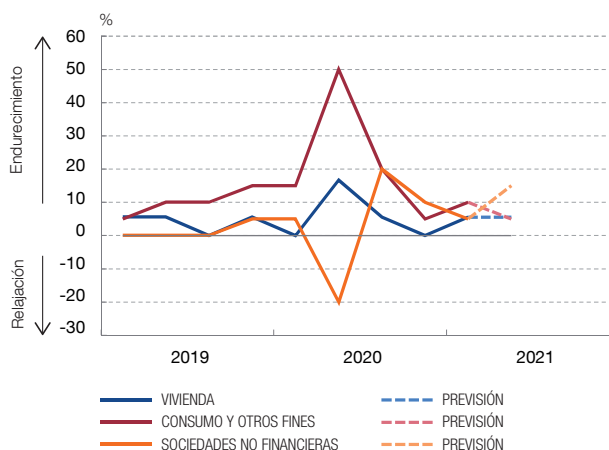
LOS COSTES DE LA FINANCIACIÓN BANCARIA SE HAN MANTENIDO EN NIVELES REDUCIDOS, MIENTRAS QUE LOS CRITERIOS DE APROBACIÓN DE PRÉSTAMOS SE HAN VUELTO A ENDURECER LIGERAMENTE

En los últimos meses, los tipos de interés de los nuevos préstamos han continuado en niveles reducidos, si bien en algunos segmentos ha habido un ligero repunte. Por su parte, el coste medio de las emisiones de valores de renta fija a largo plazo de las empresas no financieras se ha incrementado desde comienzos de año en unos 30 pb, en línea con el aumento de la rentabilidad de la deuda soberana al mismo horizonte. Según la EPB, los criterios de concesión de préstamos se habrían vuelto a endurecer ligeramente en el primer trimestre del año de forma generalizada. Los prestamistas anticipaban una prolongación de esta tendencia de endurecimiento durante el segundo trimestre de 2021.

1 COSTES DE FINANCIACIÓN (a)



2 EPB: VARIACIÓN DE LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS (b)



FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco de España.

- a Los tipos de interés bancarios son tipos efectivos definición restringida (TEDR), es decir, excluyen los gastos conexos, como las primas por seguros de amortización y las comisiones. Asimismo, estos tipos son ciclo-tendencia, es decir, están ajustados por estacionalidad y el componente irregular (alteraciones pequeñas de la serie sin una pauta periódica ni tendencial reconocible).
- b Indicador = porcentaje de entidades que han endurecido los criterios considerablemente $\times 1$ + porcentaje de entidades que han endurecido los criterios en cierta medida $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que han relajado los criterios en cierta medida $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que han relajado los criterios considerablemente $\times 1$.



El empeoramiento de la situación sanitaria a finales de 2020 y a comienzos de 2021, que provocó un endurecimiento de las medidas de contención de la pandemia, derivó en un retroceso de la actividad económica en España en el primer trimestre del año

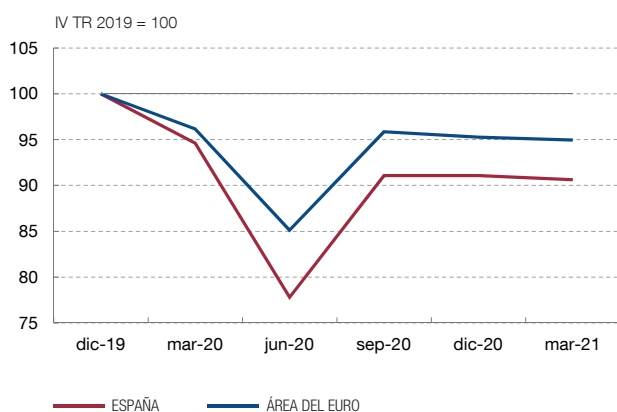
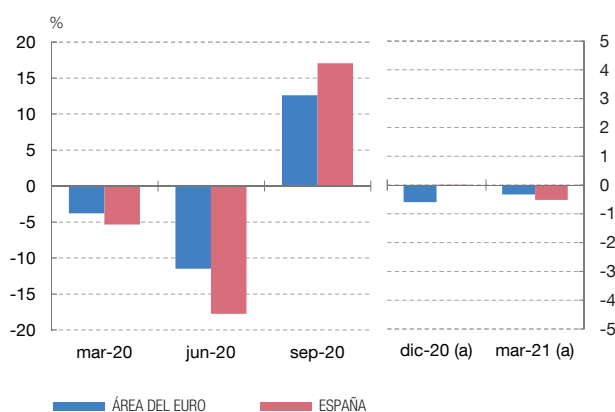
El PIB de la economía española disminuyó un 0,5% en el primer trimestre de 2021, tras el estancamiento registrado en el último trimestre del pasado año. Esta contracción fue ligeramente más acusada que la prevista en el escenario central del ejercicio de proyecciones del Banco de España publicado en marzo (una caída del 0,4%)⁷ y se debió, fundamentalmente, al deterioro en la evolución de la pandemia que se observó en los últimos meses de 2020 y en el tramo inicial de este ejercicio. En particular, este empeoramiento de la crisis sanitaria provocó, entre

⁷ Véase recuadro 1, "Proyecciones macroeconómicas 2021-2023", «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.

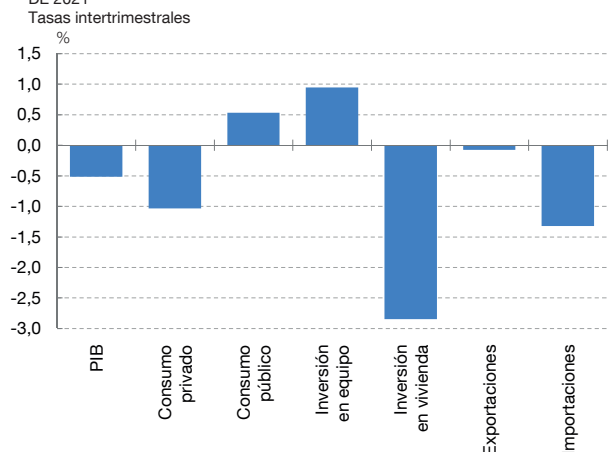
LA ACTIVIDAD ECONÓMICA SE CONTRAJÓ EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2021

El empeoramiento de la situación sanitaria a finales de 2020 y a comienzos de 2021, que provocó un endurecimiento de las medidas de contención de la pandemia, derivó en un retroceso del PIB de la economía española durante el primer trimestre de 2021. Esta contracción, del 0,5 %, fue ligeramente más acusada que la prevista en el escenario central del ejercicio de proyecciones del Banco de España publicado en marzo (un descenso del 0,4 %) y que la registrada en el conjunto de la UEM durante el mismo período (una caída del 0,3 %). La disminución del PIB español en este trimestre reflejó, principalmente, el retroceso del consumo privado y de la inversión en construcción, mientras que, a nivel sectorial, se mantuvo una elevada heterogeneidad entre las diferentes ramas de actividad.

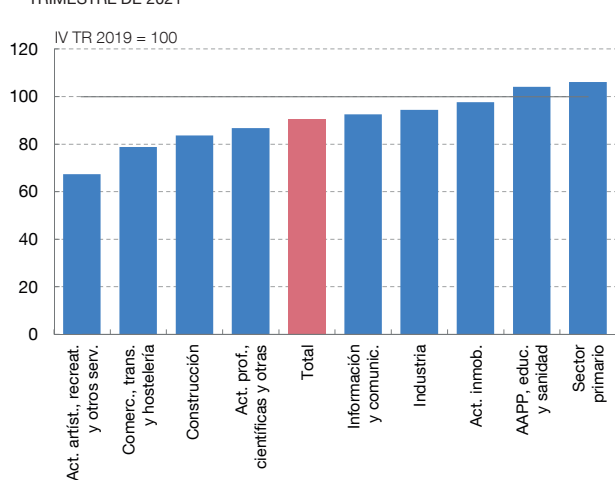
1 EVOLUCIÓN DEL PIB EN ESPAÑA Y EN LA UEM

2 CRECIMIENTO DEL PIB
Tasas intertrimestrales

3 VARIACIÓN DEL PIB Y DE SUS COMPONENTES EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2021



4 VALOR AÑADIDO BRUTO, POR SECTORES DE ACTIVIDAD, EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2021



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.

a Escala derecha.



otros efectos adversos, un endurecimiento de algunas restricciones sobre la movilidad y sobre la actividad económica, que incidieron negativamente en el avance del producto. Como resultado de estos desarrollos, en el primer trimestre de 2021 el PIB español se situó un 9,4 % por debajo del nivel alcanzado a finales de 2019, brecha que es sensiblemente mayor que la observada en la UEM (un 5,1 %) (véanse gráficos 9.1 y 9.2).

La caída del PIB reflejó, principalmente, el retroceso del consumo privado y de la inversión en construcción, mientras que, a nivel sectorial, se mantuvo una elevada heterogeneidad entre las diferentes ramas de actividad. Entre las principales partidas del PIB por el lado de la demanda, solo el consumo público y la inversión en equipo y en activos fijos inmateriales mostraron tasas de avance positivas (véase gráfico 9.3). Además, en la medida en que la contracción de las exportaciones fue mucho menor que la de las importaciones, la demanda externa neta también presentó una aportación positiva al crecimiento en el primer trimestre. Por el lado de la oferta, en este trimestre, solo el sector primario y el de las Administraciones Públicas (AAPP), educación y sanidad mostraron un valor añadido superior al registrado antes del comienzo de la crisis sanitaria. En cambio, las ramas de los servicios más afectadas por la pandemia —comercio, transporte y hostelería, y actividades artísticas y recreativas— se mantuvieron entre un 20 % y un 30 % por debajo de los niveles de actividad alcanzados a finales de 2019 (véase gráfico 9.4).

Durante el segundo trimestre, la mejora gradual de la situación epidemiológica y el avance en la campaña de vacunación habrían impulsado la recuperación de la actividad

La recuperación de la actividad económica habría ganado tracción a lo largo del segundo trimestre, a medida que la pandemia mostraba una evolución más favorable, se avanzaba en el proceso de inmunización de la población (véase gráfico 10.1) **y se relajaban progresivamente algunas restricciones.** Este diagnóstico se apoya, en particular, en la mejora que durante los últimos meses se ha apreciado en un amplio abanico de indicadores, entre los que destacan los relativos a la evolución del empleo, los indicadores de opinión y diversos indicadores de alta frecuencia que proporcionan información relevante relacionada, por ejemplo, con la demanda de energía eléctrica, los gastos efectuados con tarjetas de pago y el comportamiento de la movilidad (véanse gráficos 10.2 a 10.4). Asimismo, con información recabada fundamentalmente durante la primera mitad del mes de mayo, la encuesta a empresas españolas elaborada por el Banco de España (EBAE) apunta a una evolución favorable de la facturación empresarial en el segundo trimestre⁸.

Las últimas proyecciones del Banco de España apuntan a que el PIB podría expandirse sensiblemente en el segundo trimestre⁹. En efecto, en el escenario central de estas proyecciones se contempla un crecimiento del PIB entre abril y junio del 2,2 %, avance que estaría apoyado, principalmente, por la expansión de la demanda interna. No obstante, en la medida en que la información disponible acerca de la evolución de la actividad en el conjunto del trimestre es, por el momento,

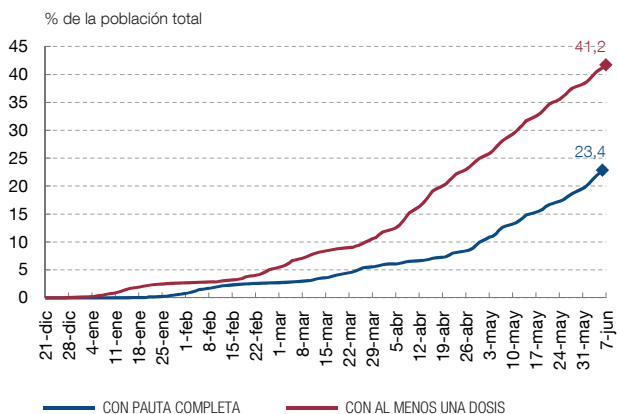
8 Véase M. Izquierdo (2021), «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad (EBAE): tercera edición», Notas Económicas, *Boletín Económico*, 2/2021, Banco de España.

9 Véase el recuadro 1 de este Informe, «Escenarios macroeconómicos para la economía española (2021-2023)».

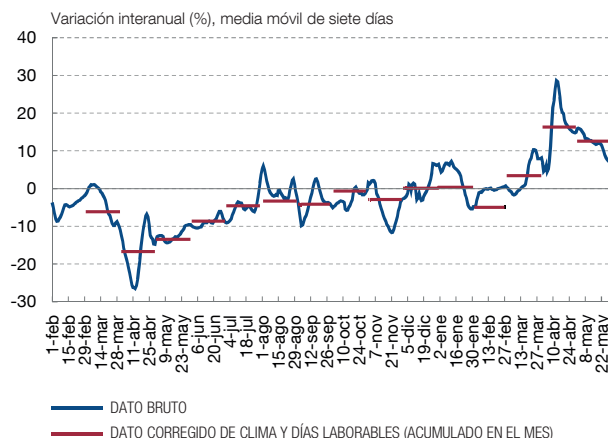
LA MEJORA DE LA SITUACIÓN SANITARIA Y EL AVANCE DE LA VACUNACIÓN HABRÍAN IMPULSADO LA RECUPERACIÓN DE LA ACTIVIDAD A LO LARGO DEL SEGUNDO TRIMESTRE

La recuperación de la actividad económica habría ganado tracción a lo largo del segundo trimestre, a medida que la pandemia mostraba una evolución más favorable, se avanzaba en el proceso de inmunización de la población y se relajaban progresivamente algunas restricciones. En este sentido, en los últimos meses se ha apreciado una clara mejoría en diversos indicadores de alta frecuencia, relacionados, por ejemplo, con la demanda de energía eléctrica, los gastos efectuados con tarjetas de pago y el comportamiento de la movilidad.

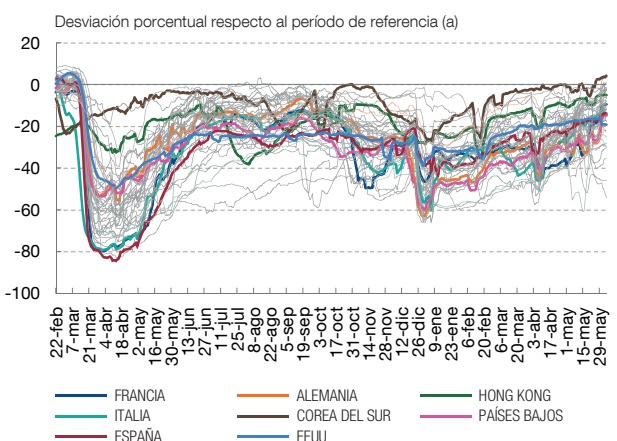
1 VACUNACIÓN EN ESPAÑA



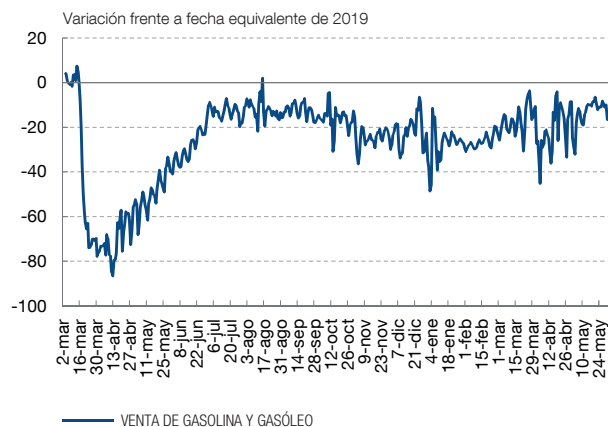
2 DEMANDA DE ENERGÍA ELÉCTRICA



3 INDICADORES DE MOVILIDAD LOCAL. LUGARES DE OCIO Y DE COMERCIO AL POR MENOR, ESTACIONES DE TRANSPORTE PÚBLICO Y LUGARES DE TRABAJO



4 DEMANDA TOTAL DE GASOLINAS Y GASÓLEOS (suma móvil de cuatro días)



FUENTES: Ministerio de Sanidad, Google, Dirección de Estudios de Repsol, Red Eléctrica de España y Banco de España.

a Desviación porcentual respecto a la movilidad observada en un período de referencia antes de la pandemia (del 3 de enero al 6 de febrero de 2020). Se representan las medias móviles de siete días.



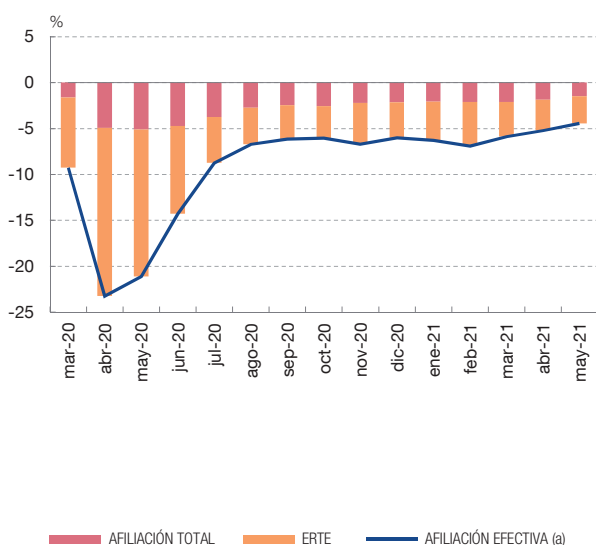
limitada, y a la luz de las dificultades observadas desde el inicio de la pandemia para que los modelos de previsión de corto plazo trasladen de forma adecuada los datos disponibles al crecimiento del producto, este ejercicio de proyecciones también considera dos escenarios alternativos¹⁰.

10 Para un análisis de la importancia de la fecha de cierre del ejercicio de proyecciones en términos de la precisión de las previsiones realizadas sobre la tasa de crecimiento del PIB a corto plazo, véase el recuadro 5 de este

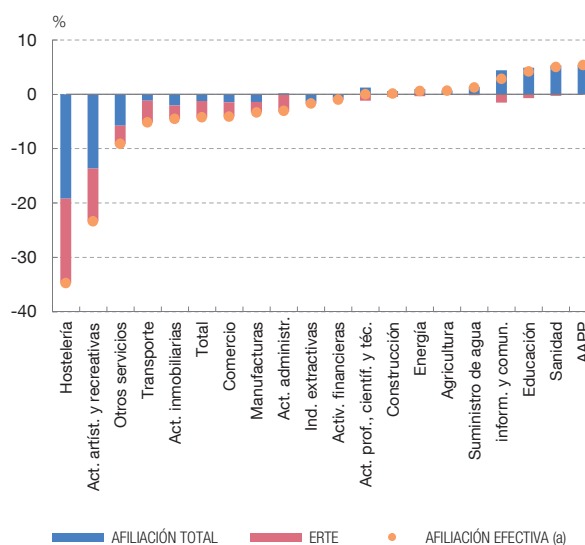
EL EMPLEO HA MOSTRADO UN NOTABLE DINAMISMO EN LOS ÚLTIMOS MESES

En mayo, la afiliación efectiva se situó un 4,4 % por debajo de su nivel precrisis, evidenciando una clara mejoría en comparación con la brecha del 6,4 % que se observó en el promedio del primer trimestre del año. Por ramas, si bien el empleo en la hostelería y en las actividades artísticas y recreativas ha mejorado en los últimos meses, este aún se mantiene muy lejos de los registros alcanzados antes del comienzo de la pandemia.

1 VARIACIÓN DE LA AFILIACIÓN TOTAL Y EFECTIVA RESPECTO A FEBRERO DE 2020 (DATOS MEDIOS DEL MES Y DESESTACIONALIZADOS)



2 VARIACIÓN DE LA AFILIACIÓN EFECTIVA POR RAMAS EN MAYO RESPECTO A FEBRERO DE 2020 (DATOS MEDIOS DEL MES Y DESESTACIONALIZADOS)



FUENTE: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

a La afiliación efectiva se calcula como la diferencia entre los afiliados totales y los trabajadores afectados por ERITE.



El empleo ha mostrado un dinamismo significativo en el transcurso del segundo trimestre

Tras la recaída observada a comienzos del año, la afiliación efectiva ha venido mejorando en los últimos meses de forma apreciable. En particular, en mayo la afiliación total creció en casi 212.000 personas —aumento muy similar al que se produjo en el mismo mes de 2019— y el número de trabajadores en ERITE registró un nuevo descenso, hasta situarse en 573.500 en el promedio del mes. Como resultado de todo ello, en mayo la afiliación efectiva se situó un 4,4 % por debajo de su nivel precrisis, evidenciando una clara mejoría en comparación con la brecha del 6,4 % que se observó en el promedio del primer trimestre del año (véase gráfico 11.1). En cualquier caso, persiste una elevada heterogeneidad sectorial en la evolución del empleo, de forma que algunas ramas —como la hostelería y las actividades artísticas y recreativas— aún se encuentran muy lejos de los niveles de empleo que alcanzaron en febrero de 2020, mientras que otras —como las de información y comunicación,

Informe, «La precisión de las proyecciones de corto plazo de la actividad durante la pandemia: la importancia de la fecha de cierre».

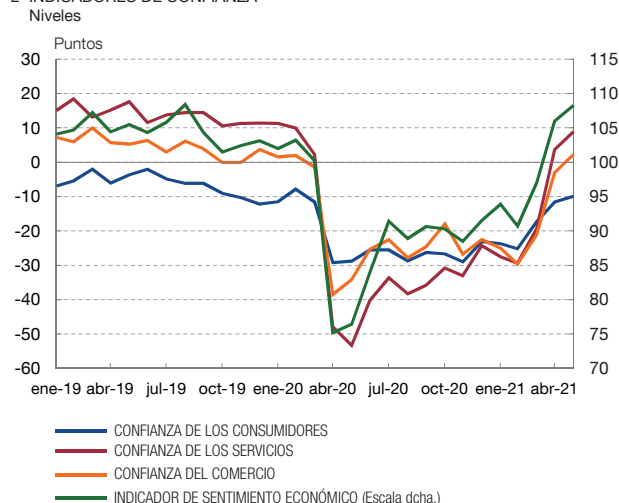
EL CONSUMO DE LAS FAMILIAS HABRÍA REPUNTADO EN EL SEGUNDO TRIMESTRE DEL AÑO

La relajación progresiva de las medidas de contención de la pandemia, la aceleración de la campaña de vacunación y la mejoría observada en el mercado laboral habrían contribuido recientemente a un mayor dinamismo del consumo privado. Así se deduce, por ejemplo, de la evolución que el gasto con tarjetas de pago y la confianza de los consumidores han mostrado en los últimos meses. No obstante, a pesar de esta reactivación del consumo, la tasa de ahorro de los hogares se habría mantenido aún en niveles relativamente elevados.

1 GASTO DOMÉSTICO EN TARJETAS



2 INDICADORES DE CONFIANZA



FUENTES: Sistema de Tarjetas y Medios de Pago, Comisión Europea y Banco de España.

educación, sanidad y Administraciones Públicas— ya los han superado (véase gráfico 11.2).

Esta evolución del empleo sería coherente con un repunte de las horas trabajadas durante el segundo trimestre y con un descenso de la tasa de paro.

En concreto, se prevé que las horas totales trabajadas, que cayeron un 2 % en los tres primeros meses del año, aumenten en el segundo trimestre en línea con la recuperación que se espera para la actividad económica. Por su parte, en el escenario central del ejercicio de proyecciones, la tasa de paro se reduciría desde el 16 % del primer trimestre hasta el entorno del 15,5 % en el segundo, en un contexto en el que también se recuperaría la tasa de actividad.

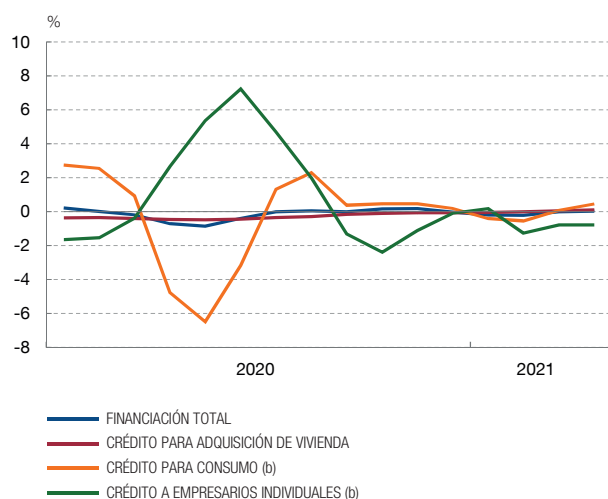
La previsible expansión del producto en el segundo trimestre vendría impulsada por el consumo de los hogares y por la inversión

En los últimos meses, la relajación progresiva de las medidas de contención de la pandemia, la aceleración de la campaña de vacunación y la mejoría observada en el mercado laboral habrían contribuido a un mayor dinamismo del consumo privado. Así se deduce, por ejemplo, de la evolución que el gasto con tarjetas de pago, la confianza de los consumidores y el crédito destinado a consumo han mostrado recientemente (véanse gráficos 12 y 13.1). Todo ello sería coherente,

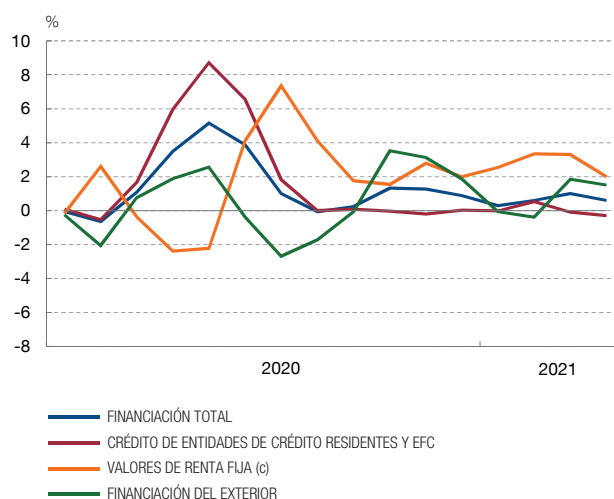
EN LOS ÚLTIMOS MESES, EL CRÉDITO A LOS HOGARES HA DEJADO DE CONTRAERSE, MIENTRAS QUE LA FINANCIACIÓN A LAS EMPRESAS HA PERDIDO DINAMISMO

En el caso de los hogares, tanto el saldo de crédito destinado a la compra de vivienda como el destinado a consumo han mostrado un mayor dinamismo, si bien relativamente contenido, en los últimos meses. En cambio, la financiación empresarial, tanto bancaria como de mercado, ha moderado su ritmo de crecimiento recientemente, al tiempo que el saldo de crédito concedido a empresarios individuales ha intensificado su retroceso.

1 CRÉDITO BANCARIO A LOS HOGARES
Variación intertrimestral (a)



2 FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Variación intertrimestral (a)



FUENTE: Banco de España.

a Son tasas de variación desestacionalizadas.

b No incluye el crédito titulado.

c Incluye las emisiones realizadas por las filiales residentes de sociedades no financieras.



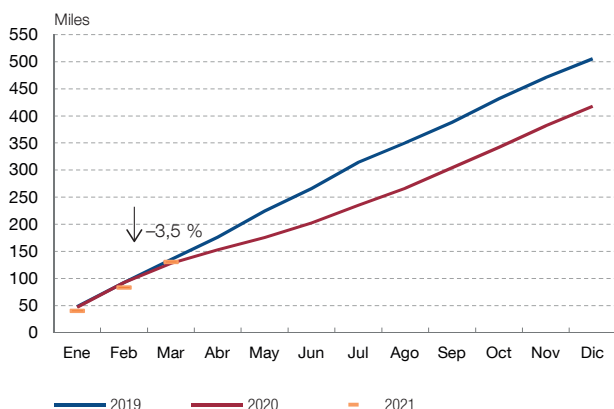
además, con una reducción de la tasa de ahorro de los hogares durante el trimestre, si bien esta aún permanecería en niveles relativamente elevados. En este sentido, en los últimos meses los hogares habrían continuado acumulando activos líquidos —como efectivo y depósitos—, aunque a menor ritmo que en trimestres anteriores, aumentando de este modo su riqueza, que también se habría visto favorecida por la revalorización que se ha producido en los activos de renta variable y, en menor medida, por el avance del patrimonio inmobiliario del sector.

La inversión en vivienda habría repuntado ligeramente en el segundo trimestre. En los tres primeros meses del año, la inversión en vivienda se contrajo un 2,9 % respecto al trimestre anterior, en parte como consecuencia de los efectos adversos que tuvieron sobre la actividad constructora y quizá también sobre las operaciones de compraventa las severas condiciones climatológicas que se observaron, en algunas zonas, durante buena parte del mes de enero. La cifra de compraventas realizadas entre enero y marzo fue un 3,5 % inferior a la del mismo período de 2019, con una notable heterogeneidad en función de la tipología de vivienda (véanse gráficos 14.1 y 14.2). La desaceleración de la inversión en vivienda habría tenido un carácter transitorio, de acuerdo con algunos indicadores recientes

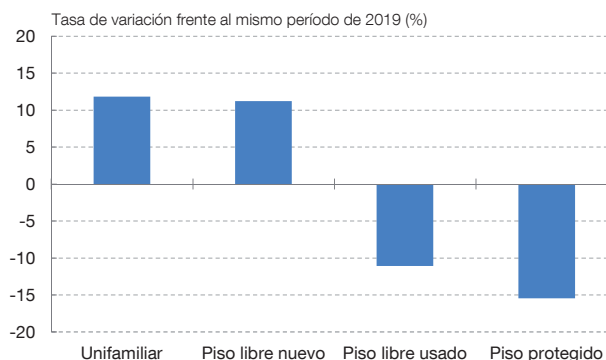
LA INVERSIÓN EN VIVIENDA HABRÍA REPUNTADO LIGERAMENTE EN EL SEGUNDO TRIMESTRE

Algunos indicadores, como el consumo aparente de cemento y la afiliación en el subsector de la edificación, sugieren que la inversión en vivienda habría vuelto a reactivarse en los últimos meses, tras la contracción que sufrió en el primer trimestre del año, en parte como consecuencia de los efectos adversos que las severas condiciones climatológicas que se observaron, en algunas zonas, a comienzos del año tuvieron sobre la actividad constructora y quizá también sobre las operaciones de compraventa. En todo caso, estas dinámicas serían compatibles con el mantenimiento del proceso de desaceleración gradual que ha venido observándose en los precios de la vivienda —especialmente, en el caso de la vivienda usada— desde la segunda mitad de 2018.

1 COMPRAS REGISTRADAS DE VIVIENDA:
ACUMULADAS EN EL AÑO (a)



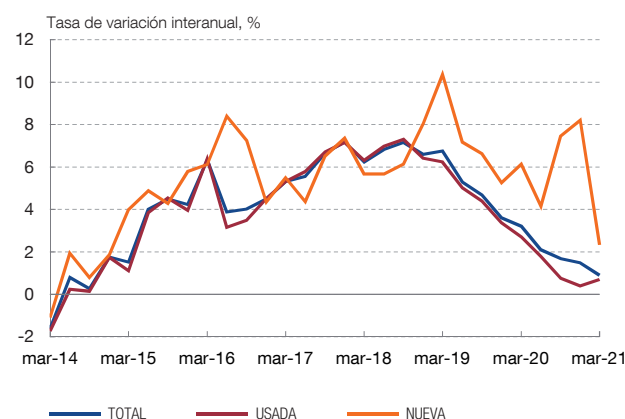
2 COMPRAS ESCRITURADAS DE VIVIENDA:
PRIMER TRIMESTRE DE 2021



3 INDICADORES DE LA INVERSIÓN EN VIVIENDA



4 ÍNDICE DE PRECIOS DE VIVIENDA



FUENTES: Banco de España, Centro de Información Estadística del Notariado, Instituto Nacional de Estadística, y Ministerio de Trabajo y Economía Social.

a El porcentaje representado en el gráfico hace referencia a la caída de las compraventas registradas de vivienda en el primer trimestre de 2021 respecto al período análogo de 2019.

b Serie ajustada de efectos estacionales y calendario.

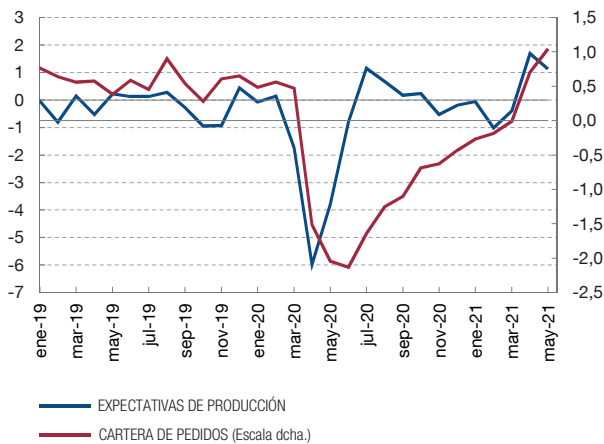


que permiten aproximar la evolución de la ejecución de obra —por ejemplo, el consumo aparente de cemento y la afiliación en el subsector de la edificación—, de modo que este componente de la demanda habría vuelto a reactivarse en los últimos meses (véase gráfico 14.3). Además, el saldo de crédito destinado a la compra de vivienda ha mostrado un mayor dinamismo en los últimos meses, pasando a

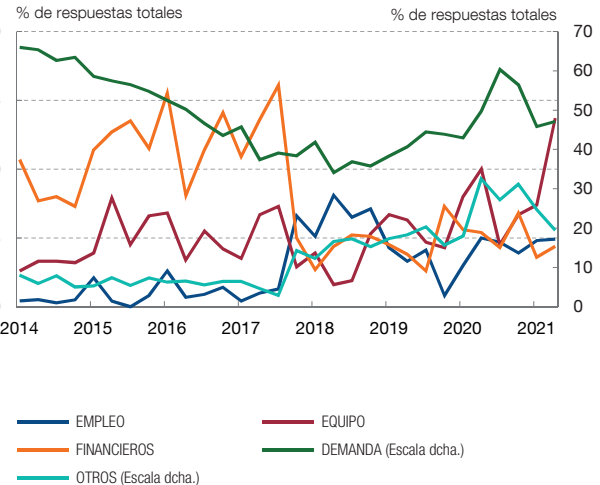
LA INVERSIÓN EMPRESARIAL CONTINUARÍA CRECIENDO EN EL SEGUNDO TRIMESTRE

Los indicadores de confianza que proporcionan información relevante en cuanto a la evolución de la inversión en bienes de equipo e intangibles apuntan a que este componente de la demanda se habría incrementado entre abril y junio. Así, por ejemplo, las expectativas de producción de la industria se encuentran en niveles muy elevados dentro de la serie histórica, a la vez que la cartera de pedidos industriales se ha situado, en este trimestre, por encima de los valores registrados antes del comienzo de la crisis sanitaria. Por otro lado, la proporción de empresas industriales que señalan la falta de equipo instalado como uno de los factores que está limitando la producción en la industria ha alcanzado, en el segundo trimestre, su máximo histórico.

1 INDICADORES DE CONFIANZA DE LA INDUSTRIA (a)



2 FACTORES LIMITADORES DE LA ACTIVIDAD EN LA INDUSTRIA (b)



FUENTE: Comisión Europea.

a Datos normalizados. Series resultantes de sustraer su media y dividir por su desviación típica.

b La suma de los porcentajes de respuestas de los factores mencionados junto a «ninguno» (no mostrado en el gráfico) es igual a 100 %.



expandirse ligeramente en términos intertrimestrales (véase gráfico 13.1). Por su parte, el precio de la vivienda ha mantenido el proceso de desaceleración gradual que se viene observando desde la segunda mitad de 2018, que ha sido particularmente intenso en el caso de la vivienda usada. En este sentido, el Índice de Precios de Vivienda del INE moderó en el primer trimestre del año su tasa de crecimiento interanual hasta el 0,9 %, seis décimas menos que en el trimestre precedente (véase gráfico 14.4).

La inversión empresarial habría continuado creciendo al inicio del segundo trimestre. En esta dirección apuntan, por ejemplo, el PMI compuesto de actividad —en terreno expansivo desde marzo— y los indicadores de confianza de la Comisión Europea —que muestran una intensa recuperación, tanto en la industria como en los servicios, en los últimos meses—. Asimismo, las expectativas de producción de la industria han experimentado un fuerte repunte hasta abril, mientras que el indicador que aproxima la evolución de la cartera de pedidos industriales se ha situado, en este trimestre, por encima de los valores registrados antes del comienzo de la crisis sanitaria (véase gráfico 15.1). Todo ello, en un contexto en el que la

proporción de empresas industriales que señalan la falta de equipo instalado como uno de los factores que está limitando su producción ha alcanzado, en el segundo trimestre, su máximo histórico (véase gráfico 15.2).

No obstante, la financiación captada por las sociedades y por los empresarios individuales ha perdido cierto dinamismo recientemente, como resultado, en gran medida, de los elevados colchones de liquidez que acumularon durante el pasado año. Así, en abril, el saldo de crédito concedido por las entidades financieras residentes a las empresas se contrajo un 0,3 % intertrimestral, el ritmo de avance de la financiación empresarial obtenida mediante la emisión de valores de renta fija se moderó hasta el 2 % intertrimestral y el saldo de crédito destinado a los empresarios individuales intensificó su retroceso (véase gráfico 13). Por su parte, la ratio de endeudamiento del sector corporativo habría vuelto a incrementarse en el primer trimestre de 2021, fundamentalmente como consecuencia del descenso del PIB, ya que el volumen de deuda empresarial se habría mantenido relativamente estable. Además, la ratio de carga financiera en términos de PIB también habría aumentado recientemente, si bien de forma moderada, debido a los reducidos costes de financiación de la deuda.

Se espera que los intercambios comerciales con el exterior reanuden su senda de recuperación en el segundo trimestre, aunque la evolución de los ingresos por turismo continúa sujeta a una notable incertidumbre

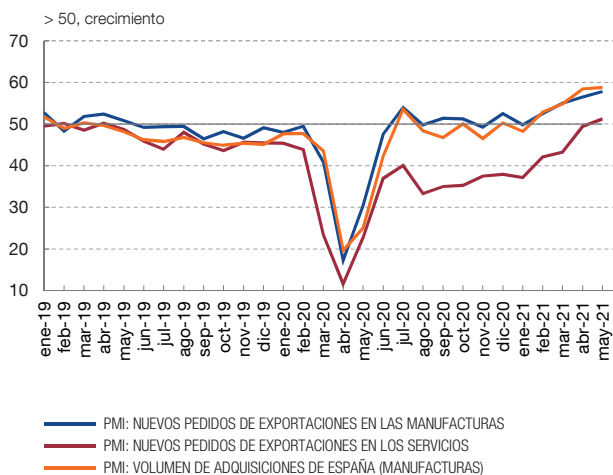
La evolución de los nuevos pedidos de exportación y de las compras de consumos intermedios del PMI de manufacturas apunta a un avance de las exportaciones y de las importaciones de bienes entre abril y junio (véase gráfico 16.1). No obstante, los problemas de abastecimiento que se han observado recientemente en algunos productos intermedios habrían limitado la recuperación de estos flujos comerciales, sobre todo en las industrias más integradas en las cadenas globales de valor, como la del automóvil. Por otra parte, las distorsiones en las exportaciones españolas de bienes al Reino Unido causadas por el *brexit* a finales de 2020 y comienzos de 2021 habrían tenido, con la información disponible hasta el momento, un carácter fundamentalmente transitorio (véase gráfico 16.2).

Las perspectivas sobre la temporada turística estival siguen estando rodeadas de una incertidumbre muy significativa. Hasta abril, último dato disponible, las llegadas y el gasto de los turistas extranjeros en España se mantuvieron en niveles muy reducidos: en torno a un 90 % por debajo de los alcanzados en el mismo período de 2019. La intensidad con la que estos flujos podrían recuperarse en las próximas semanas y durante el verano dependerá de la evolución de la pandemia, de las restricciones a la movilidad internacional que establezcan nuestros principales mercados emisores (especialmente, el Reino Unido) y del despliegue efectivo del Certificado COVID Digital de la UE.

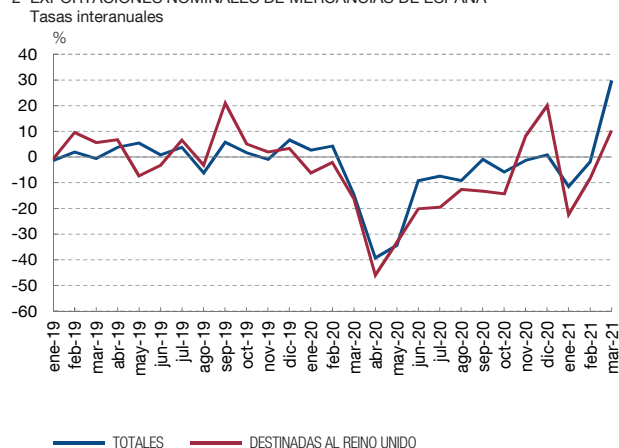
SE ANTICIPA UNA RECUPERACIÓN DE LOS INTERCAMBIOS COMERCIALES CON EL EXTERIOR

Los indicadores de opinión del sector manufacturero adelantan un tono claramente expansivo de los intercambios de bienes con el exterior durante el segundo trimestre, mientras que los indicadores disponibles de turismo extranjero permanecen muy por debajo de sus niveles prepandemia. Por otra parte, por el momento, no se aprecia que el *brex* haya tenido un impacto significativo en la evolución de las exportaciones españolas de bienes al Reino Unido, más allá de generar algunas distorsiones eminentemente transitorias en los últimos meses de 2020 y en los primeros de 2021.

1 ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS



2 EXPORTACIONES NOMINALES DE MERCANCIAS DE ESPAÑA



FUENTES: IHS Markit y Departamento de Aduanas.

El Gobierno hizo públicos el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia, y la Actualización del Programa de Estabilidad 2021-2024

En el primer trimestre de 2021, el déficit de las AAPP aumentó de nuevo. En particular, excluidas las Corporaciones Locales (CCLL), el déficit público se elevó hasta el 1,3 % del PIB, frente a los niveles del 0,9 % del PIB y del 0,3 % del PIB que se registraron en el mismo período de 2020 y de 2019, respectivamente (véase gráfico 17.1). Esta evolución fue consecuencia, principalmente, del incremento de los gastos públicos, mientras que los ingresos de las AAPP, favorecidos por las medidas desplegadas para sostener las rentas de los hogares, ya habrían recuperado niveles similares a los previos a la pandemia (véase gráfico 17.2).

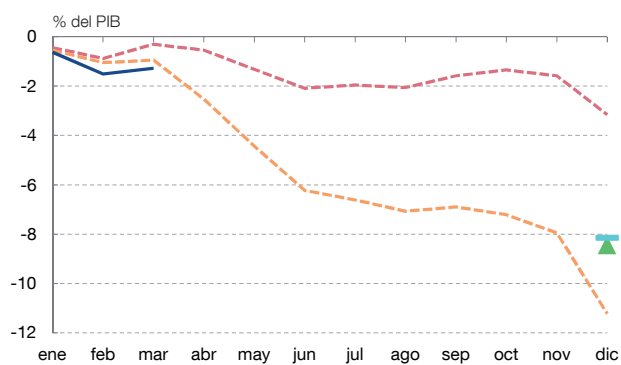
El 30 de abril, el Gobierno presentó a las autoridades europeas el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR), y la Actualización del Programa de Estabilidad 2021-2024 (APE). El Gobierno estima que los recursos obtenidos a través del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) y del REACT-EU, en forma de transferencias, permitirán una inversión adicional de más de 2 pp del PIB en el promedio del período 2021-2023. No obstante, la incertidumbre sobre la capacidad y el ritmo de absorción de estos fondos es elevada. Por otra

EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2021, EL DÉFICIT DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS AUMENTÓ DE NUEVO

En los tres primeros meses de 2021, el déficit público, excluidas las Corporaciones Locales, se elevó hasta el 1,3 % del PIB, por encima de las cifras registradas en el mismo período de 2020 y de 2019. Esta evolución fue consecuencia, principalmente, del incremento de los gastos públicos, mientras que los ingresos de las AAPP ya habrían recuperado niveles similares a los previos a la pandemia.

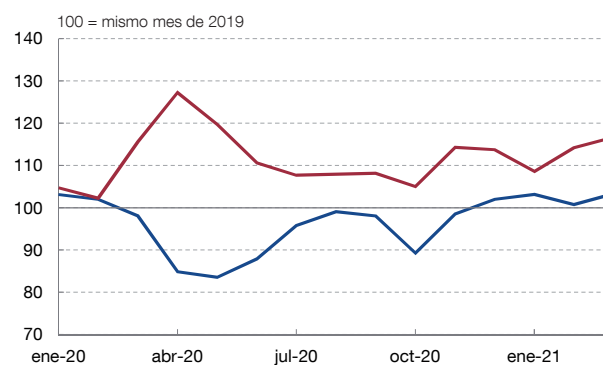
1 SALDO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (a)

Acumulado desde enero



--- AAPP, SIN CCLL 2019
 --- AAPP, SIN CCLL 2020
 — AAPP, SIN CCLL 2021
 — PREVISIÓN BANCO DE ESPAÑA (c)
 ▲ PROGRAMA DE ESTABILIDAD 2021-2024

2 INGRESOS Y GASTOS DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (b)



— INGRESOS — GASTOS

FUENTES: Banco de España, Intervención General de la Administración del Estado y Programa de Estabilidad 2021-2024 (abril de 2021).

- a La IGAE solo proporciona información del conjunto de las AAPP con frecuencia trimestral. Mensualmente, publica datos del total, excluidas las CCLL.
- b Escenario central de las proyecciones macroeconómicas de la economía española de junio.
- c Correspondientes al agregado de AAPP, sin CCLL, y excluyendo las transferencias entre AAPP. Corregido del impacto transitorio de la reversión al Estado de varios tramos de autopistas en enero de 2020 y de la reclasificación de la Sareb como AAPP en diciembre de 2020.



parte, la APE proyecta una política fiscal expansiva en 2021 y neutral en el período 2022-2024¹¹.

A finales de mayo, el Gobierno también aprobó una nueva extensión de las medidas de protección del empleo para trabajadores en ERTE y autónomos en cese de actividad¹². La extensión aprobada, que estará en vigor hasta finales de septiembre de este año, mantiene unas condiciones similares a las que ya se venían aplicando a estos instrumentos desde su última renovación, si bien también introduce incentivos para la reincorporación de los trabajadores en ERTE a la actividad en forma de exoneraciones de entre el 85 % y el 95 % de las cuotas a la Seguridad Social en los sectores más afectados por la pandemia.

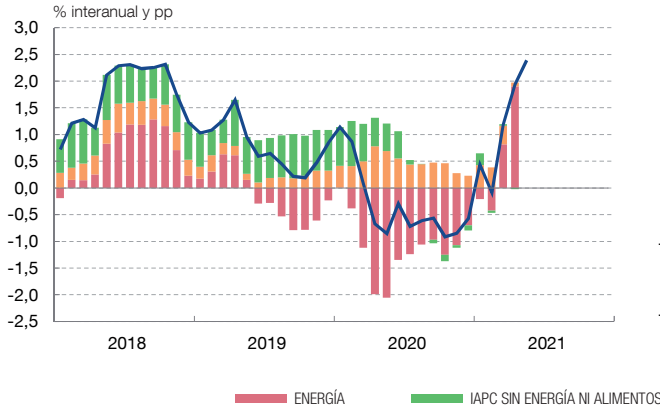
11 Según la APE, en 2021 el déficit público se reduciría en 2,6 pp, hasta el 8,4 % del PIB, y continuaría cayendo gradualmente en el resto del período considerado, hasta alcanzar un 3,2 % del PIB en 2024. Dicha reducción sería fundamentalmente consecuencia de la desaparición de las medidas de apoyo introducidas para combatir la crisis del COVID-19 y de la recuperación cíclica del PIB. En todo caso, según este programa, en 2024 el déficit público estructural de la economía española y la ratio de deuda pública aún se situarían en el 4,2 % y en el 112,1 % del PIB, respectivamente, niveles ambos muy por encima de los registrados antes del estallido de la pandemia.

12 Véase el RDL 11/2021, de 27 de mayo.

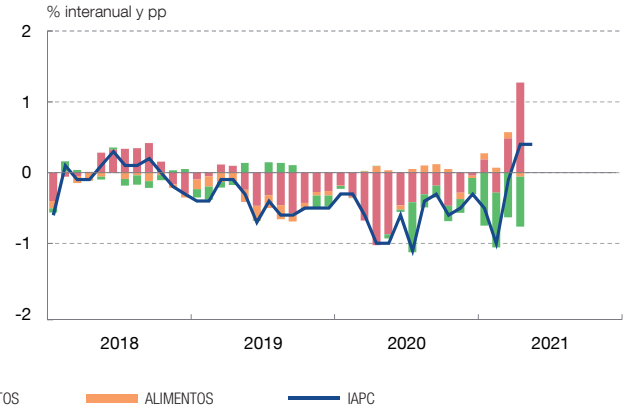
AUMENTO DE LA INFLACIÓN, DERIVADO FUNDAMENTALMENTE DEL ENCARECIMIENTO DE LA ENERGÍA

La inflación general ha continuado aumentando en España en los últimos meses —de forma algo más intensa que en el conjunto de la UEM—, como consecuencia, principalmente, de la aceleración de los precios energéticos, en parte debida a un acusado efecto base por el descenso que dichos precios registraron en la primavera de 2020. Por otro lado, los precios relacionados con el turismo siguen mostrando un comportamiento mucho más moderado de lo habitual.

1 INFLACIÓN EN ESPAÑA: EVOLUCIÓN Y CONTRIBUCIONES



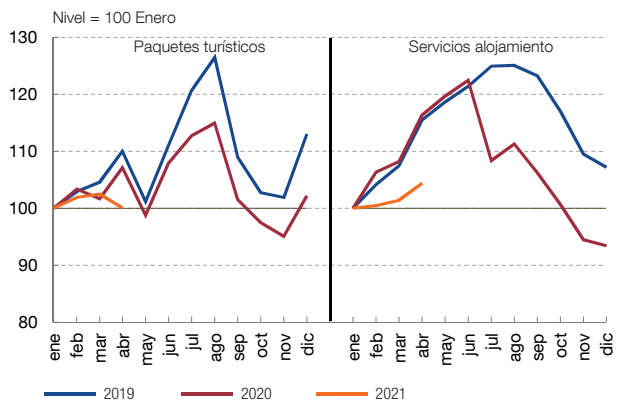
2 CONTRIBUCIONES AL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN ENTRE ESPAÑA Y LA UEM



3 PRECIO DEL PETRÓLEO SPOT Y MERCADO DE FUTUROS



4 ÍNDICES DE PRECIOS DE SERVICIOS DEL IAPC



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat, Agencia Reuters y Banco de España.



La inflación general ha continuado aumentando en los últimos meses, fundamentalmente por la evolución de los precios energéticos, ya que siguen sin percibirse presiones significativas al alza sobre la inflación subyacente

En mayo, la tasa de crecimiento interanual del IAPC se elevó hasta el 2,4%, prolongando los repuntes que han venido observándose en la inflación general desde finales de 2020 (véase gráfico 18.1). Este incremento progresivo de los precios, que ha sido algo mayor que el observado en el conjunto de la UEM (véase gráfico 18.2), ha respondido, principalmente, al aumento del ritmo de crecimiento de los precios energéticos —tanto de la electricidad como de los carburantes y

combustibles— en los últimos meses. A su vez, dicha aceleración se explica, en buena medida, por el efecto base asociado al fuerte descenso que estos precios registraron en 2020 tras el estallido de la pandemia (véase gráfico 18.3). Por consiguiente, cabe esperar que el impacto de este componente sobre la tasa de inflación general sea transitorio, de forma que, transcurridos unos meses, esta descendería de nuevo por debajo del 2 %.

En cambio, la inflación subyacente (esto es, el IAPC sin energía ni alimentos) se mantiene en tasas muy reducidas y se prevé que aumente solo de forma muy gradual en los próximos trimestres. En particular, la inflación subyacente se redujo hasta el -0,3 % en abril, como resultado de la desaceleración de los precios de los servicios, en un contexto en el que las partidas relacionadas con el turismo prosiguieron con su desaceleración y en el que cualquier posible efecto vinculado a la Semana Santa se vio oscurecido por los efectos del confinamiento estricto de la primavera de 2020 sobre esta partida. No obstante, se espera que la inflación subyacente se acelere ligeramente en la segunda mitad del año. A ello contribuiría precisamente la evolución de los precios relacionados con el turismo y el ocio, al corregirse el efecto base derivado del descenso que este componente registró en los meses centrales del pasado año, y también la prevista recuperación gradual de la actividad de estas ramas (véase gráfico 18.4).

Fecha de cierre de datos: 8.6.2021.

Fecha de publicación: 14.6.2021.