

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2020-2023): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2020

Introducción y resumen

El Banco Central Europeo (BCE) ha dado a conocer sus proyecciones más recientes para el conjunto del área del euro tras la reunión de su Consejo de Gobierno del 10 de diciembre¹. El objeto de este informe es describir las proyecciones macroeconómicas de la economía española incluidas en esas previsiones agregadas de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Las proyecciones, referidas al período 2020-2023, incorporan la información conocida entre la fecha de publicación de las anteriores (el pasado 16 de septiembre en el *Boletín Económico*, 3/2020)² y el 25 de noviembre. Además, incluyen por primera vez el año 2023 en el horizonte de proyección. Una novedad adicional es la incorporación del recurso por parte de nuestro país a los fondos europeos del programa *Next Generation EU* (NGEU).

La culminación en el mes de junio del levantamiento gradual de las medidas aplicadas para contener la pandemia permitió que, tras registrar un inusitado descenso en la primera mitad del año, el PIB de la economía española repuntara con intensidad en el tercer trimestre. En concreto, en este período el incremento intertrimestral del producto fue del 16,7 %, tasa prácticamente coincidente con la que se anticipaba en el escenario 1 de las proyecciones del Banco de España de septiembre. Esta recuperación tuvo, no obstante, un carácter muy incompleto, como se desprende del hecho de que el nivel del PIB fuera, en el período julio-septiembre, todavía un 9,1 % inferior al del final de 2019, antes de la irrupción del Covid-19.

Además, la mejoría de la actividad tendió a perder intensidad a medida que transcurría ese trimestre, como consecuencia del aumento del ritmo de contagios a lo largo del verano, que, en particular, provocó la progresiva implantación por parte de las autoridades de numerosos países de medidas que desincentivaban los viajes a España de sus ciudadanos, lo que tuvo un impacto adverso significativo sobre la actividad turística.

Ya en el cuarto trimestre, la intensificación del deterioro de la situación epidemiológica tanto en España como, con un cierto retraso, en muchos otros países europeos ha

1 Véanse las [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2020](#).

2 En comparación con las [Proyecciones macroeconómicas de la economía española \(2020-2022\)](#), publicadas como recuadro 1 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2020, las proyecciones actuales incluyen los cambios observados entre el 10 de septiembre y el 25 de noviembre en los supuestos técnicos, en las hipótesis presupuestarias y en las previsiones acerca del contexto exterior de la economía. Además, las proyecciones incorporan las estimaciones preliminares de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) para el tercer trimestre de 2020.

propiciado la aplicación de nuevas medidas de contención de los contagios, que, en comparación con las introducidas en la primavera, presentan un carácter más focalizado, orientado a restringir la movilidad de forma selectiva y a limitar la actividad en las ramas que conllevan un mayor grado de contacto social. En consonancia con estas medidas, los indicadores de movilidad procedentes de redes de telefonía móvil y de tráfico por carretera y vía aérea disponibles para España muestran un debilitamiento en el cuarto trimestre (aunque menos acusado que en otras economías europeas). Además, la información coyuntural disponible apunta a una cierta intensificación de la caída interanual del PIB de nuestro país, en el período más reciente, que, en principio, no se espera que sea muy pronunciada, en consonancia con la naturaleza selectiva de las medidas de contención.

Más allá del trimestre actual, las perspectivas económicas siguen estando muy condicionadas por la evolución epidemiológica. En primer lugar, la experiencia reciente ha mostrado que, en tanto no se disponga de una solución médica efectiva frente a la pandemia, es probable que se produzcan nuevos brotes que requieran la aplicación de medidas de contención. Además, la prolongación en el tiempo de este tipo de medidas está viniendo acompañada de un cierto esfuerzo de adaptación por parte de los agentes de sus comportamientos ante las restricciones, con el objetivo de minimizar los efectos de estas sobre sus decisiones económicas. La estimación cuantitativa de la intensidad de este fenómeno de adaptación o aprendizaje presenta, no obstante, dificultades prácticas significativas. Por último, las noticias recientes en relación con el desarrollo de varias vacunas han reducido la incertidumbre acerca del momento en que se dispondrá de una solución médica efectiva contra el virus. Pero, al mismo tiempo, estos progresos han ido acompañados de una mayor toma de conciencia acerca de la magnitud del reto que comportan la producción y la distribución del enorme número de dosis necesarias para inmunizar al conjunto de la población. Como consecuencia, aunque los progresos en la obtención de las vacunas las han atenuado de modo significativo, subsisten las incertidumbres acerca del horizonte temporal en el que la aplicación plenamente exitosa de una solución médica efectiva permitirá superar por completo la crisis sanitaria.

En reconocimiento de esta elevada incertidumbre, el Eurosistema ha optado por presentar, junto con el escenario central, otros dos más, que se denominan «suave» y «severo». Los tres escenarios se diferencian entre sí en función de los supuestos realizados acerca de la evolución de la pandemia, de la severidad y duración de las medidas de contención aplicadas y del plazo requerido para la introducción exitosa de una solución médica frente a la enfermedad. Además, otros aspectos diferenciadores de los escenarios son la profundidad de las consecuencias del Covid-19 sobre el comportamiento de los agentes y la magnitud de los posibles daños persistentes en el tejido productivo incluso una vez superada la pandemia.

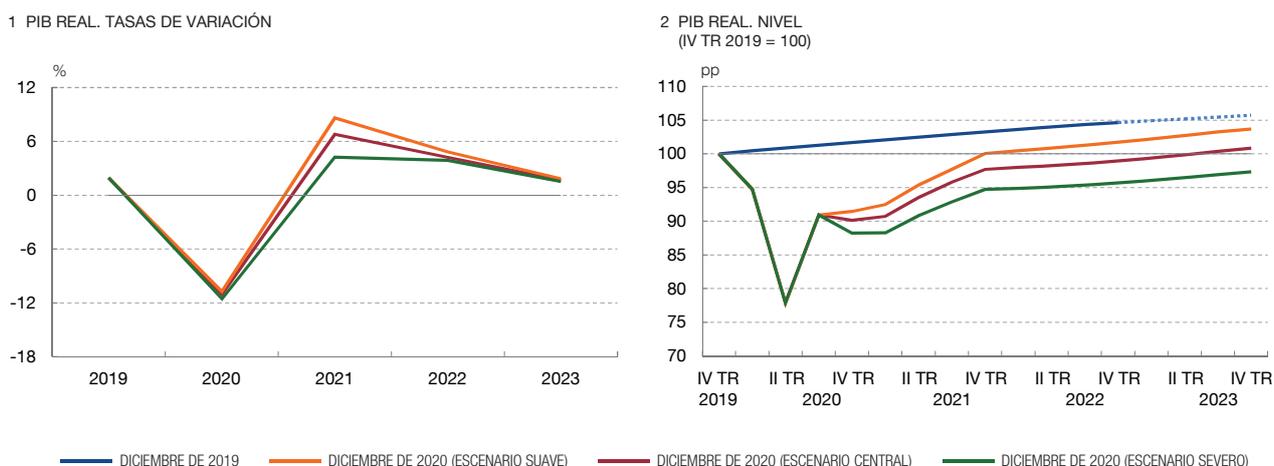
El escenario central contempla la posibilidad de que, en los próximos meses, surjan nuevos brotes de la enfermedad, de similar intensidad a los más recientes, de modo

que, para su contención, se precise aplicar restricciones de naturaleza análoga a la de las vigentes actualmente. Por consiguiente, su impacto sobre la actividad sería, en principio, relativamente limitado, circunscribiéndose de forma directa a las ramas vinculadas al ocio y la hostelería, mientras que las demás se verían afectadas solamente de manera indirecta a través de los efectos de arrastre. La distribución, a partir del comienzo de 2021, de una solución médica efectiva permitiría una reducción gradual de las medidas de contención, hasta su desaparición plena al inicio de 2022.

El escenario suave asume una evolución algo más favorable de la pandemia desde el primer trimestre de 2021 y una distribución exitosa de las vacunas más temprana, lo que posibilita que la incidencia de las eventuales medidas de contención no sea tan elevada en los próximos trimestres. Ello permitiría que la incertidumbre bajo la que los agentes han de adoptar sus decisiones de consumo e inversión fuera inferior. Además, en este escenario se supone que hogares y empresas han adaptado con mayor agilidad su comportamiento frente a las medidas de contención, lo que, para un grado dado de estas, conduce a niveles más elevados de gasto, incluso ya en el cuarto trimestre de 2020. Por último, este escenario comporta una menor erosión del tejido productivo y, por tanto, menos consecuencias adversas sobre el potencial de crecimiento de la economía a medio plazo.

Finalmente, el escenario severo contempla la posibilidad de un repunte de la enfermedad a corto plazo, lo que requeriría un endurecimiento de las medidas de contención por encima de los niveles vigentes en el período más reciente. Estas restricciones no solo perjudicarían con mayor intensidad a las ramas de servicios con un elevado grado de interacción social, sino que además incidirían también de forma directa sobre otros sectores productivos. Además, este escenario incorpora un menor grado de adaptación de los agentes ante la pandemia, lo que se traduce en una evolución más desfavorable de la actividad en los últimos meses de 2020. Adicionalmente, la consecución más tardía de la inmunidad de la población haría que el impacto de la crisis sobre la actividad fuera más persistente, con efectos adversos más graves sobre el tejido productivo, en parte como consecuencia de fenómenos de amplificación financiera a través de los cuales el deterioro de la solvencia de empresas y hogares, por un lado, y el de las instituciones financieras, por otro, se realimentarían entre sí.

Como se ha apuntado, los tres escenarios incorporan la puesta en marcha de proyectos de gasto acogidos al NGEU a lo largo de los tres años del período de proyección. Hoy, el grado de incertidumbre que rodea aspectos tales como el volumen de ejecución efectiva del programa o el efecto multiplicador sobre la actividad económica de los proyectos acometidos sigue siendo muy elevado. Bajo los supuestos que se detallan en el recuadro 2, el programa contribuiría al crecimiento del PIB en 1,3 puntos porcentuales (pp) en 2021 y en 0,2 pp, en promedio, en cada uno de los dos años posteriores. Además, el recuadro 2 presenta diversas estimaciones alternativas del impacto del NGEU una vez que se consideran varios supuestos alternativos.

EVOLUCIÓN DEL PIB EN LOS DIFERENTES ESCENARIOS DE PREVISIÓN

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

En cualquiera de los tres escenarios considerados de evolución de la pandemia, la fuerte contracción del PIB en 2020 iría seguida de una recuperación relativamente intensa en los tres años posteriores, aunque la crisis dejaría efectos persistentes sobre los niveles de actividad (véase gráfico 1.2). En concreto, en 2020 la caída del PIB sería del 10,7 %, el 11,1 % y el 11,6 % en los escenarios suave, central y severo, respectivamente (véanse cuadro 1 y gráfico 1). El repunte del producto de la economía en 2021 sería de un 6,8 % en el escenario central, cifra que se elevaría hasta el 8,6 % en el escenario más favorable y se reduciría hasta el 4,2 % en el más adverso. Una parte sustancial de estas diferencias se explica por los distintos plazos de vacunación de la población, que, entre otras consecuencias, dan lugar a un ritmo dispar de recuperación de las actividades que conllevan más interacción social y, en particular, las relacionadas con el turismo.

La huella persistente de la crisis sanitaria sobre la actividad haría que la recuperación del nivel del PIB previo al Covid-19 no se produjera hasta mediados de 2023 en el escenario central, mientras que, en el severo, el producto de la economía se situaría todavía al final del horizonte de proyección un 2,8 % por debajo de la cota de finales de 2019. En el escenario suave, este nivel se alcanzaría entre finales de 2021 y comienzos de 2022, gracias a la resolución más rápida de la crisis sanitaria y a la escasa magnitud de los daños duraderos sobre la capacidad productiva de la economía.

En relación con los escenarios presentados el pasado mes de septiembre, los supuestos técnicos sobre los que descansan las proyecciones actuales son algo más favorables para el crecimiento económico, ya que incorporan una revisión a la baja de los precios del petróleo y costes de financiación algo más reducidos. Por

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

Tasas de variación anual

	Proyecciones de diciembre y septiembre de 2020															
	PIB				IAPC				IAPC, 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
Diciembre de 2020																
Escenario suave	-10,7	8,6	4,8	1,9	-0,3	0,7	1,3	1,4	0,5	0,6	1,1	1,3	15,7	17,1	14,0	12,4
Escenario central	-11,1	6,8	4,2	1,7	-0,3	0,6	1,2	1,3	0,5	0,5	0,9	1,1	15,8	18,3	15,6	14,3
Escenario severo	-11,6	4,2	3,9	1,5	-0,3	0,5	0,9	1,1	0,5	0,2	0,6	0,8	16,2	20,5	18,1	17,6
Septiembre de 2020																
Escenario 1	-10,5	7,3	1,9	—	-0,2	1,0	1,2	—	0,7	0,8	1,0	—	17,1	19,4	18,2	—
Escenario 2	-12,6	4,1	3,3	—	-0,3	0,8	1,1	—	0,6	0,5	0,8	—	18,6	22,1	20,2	—

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

NOTA: Último dato publicado de la CNTR: tercer trimestre de 2020.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 25 de noviembre de 2020.**b** Media anual.

otro lado, el nivel del tipo de cambio del euro es similar al de entonces y, en términos de los mercados de exportación de España, las diferencias son, en conjunto, reducidas.

La comparación de los escenarios actuales con los de septiembre no es, en modo alguno, inmediata, dada la confluencia de numerosos factores de distinto signo. En primer lugar, por lo que respecta a la revisión de los datos históricos de la CNTR, la tasa de crecimiento del PIB del segundo trimestre de 2020 estimada ahora es 0,7 pp más elevada, lo que mecánicamente lleva a una revisión de las tasas medias de crecimiento tanto en este año como en el próximo (de 0,5 pp y 0,2 pp, respectivamente) en comparación con las proyectadas en los escenarios de septiembre. En segundo lugar, con respecto al tercer trimestre, el avance de la CNTR proporcionó una tasa de crecimiento casi coincidente con la del escenario 1 de los presentados en septiembre, que suponía desarrollos epidemiológicos menos graves y un menor impacto sobre la actividad de las medidas de contención que el escenario 2, lo que, frente a las tasas previstas en este último, conduciría, de forma mecánica, a una revisión al alza de 1,9 pp del crecimiento medio del PIB en 2020 y de 1,6 pp en 2021.

Por el contrario, el empeoramiento de las perspectivas para el cuarto trimestre al que ha dado el lugar el brote más reciente de la pandemia llevaría, por sí solo, a revisar a la baja los crecimientos del PIB proyectados en el escenario 1 de septiembre para 2020 y 2021 en 1,2 pp y 3,5 pp, respectivamente (y en 0,5 pp y 1,4 pp en el escenario 2). Finalmente, como se ha señalado, la inclusión en estas proyecciones

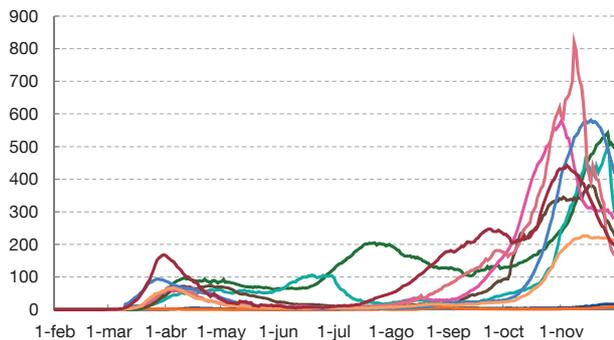
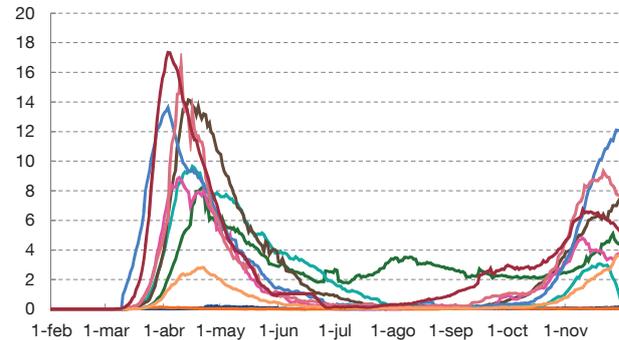
de la realización de proyectos en el marco del NGEU contribuye a elevar el crecimiento esperado del PIB en 2021 en 1,3 pp. La acumulación de todos estos factores dificulta notablemente la comparación de los escenarios actuales con los precedentes. En todo caso, los escenarios más recientes suponen, en conjunto, una cierta mejora de las perspectivas de evolución del producto de la economía española a medio plazo.

La calibración del retroceso del PIB a corto plazo

Como viene ocurriendo desde que el Covid-19 comenzara a propagarse, la evolución reciente de la economía ha seguido viéndose condicionada por el devenir de la pandemia, en la medida en que los nuevos brotes han llevado aparejadas disminuciones de la movilidad personal y de la actividad de algunos sectores, que, a su vez, son consecuencia tanto de la reintroducción de medidas restrictivas a cargo de las autoridades como de la adopción voluntaria de acciones precautorias por parte de los agentes privados. Al mismo tiempo, por un lado, las limitaciones aplicadas por las autoridades han tendido a hacerse más selectivas, circunscribiendo el establecimiento de restricciones a los ámbitos de la actividad y la movilidad en los que el contagio es más probable, de modo que, para un tamaño dado de la pandemia, el impacto de las medidas sobre el producto de la economía es más reducido. Además, por otro lado, los agentes han adaptado sus patrones de comportamiento, de modo que, para un determinado grado de severidad de las medidas de contención, el impacto sobre la actividad económica habría tendido asimismo a moderarse.

A lo largo de los meses de mayo y junio, la reversión paulatina de las restricciones a la movilidad y a la actividad introducidas para reducir el grado de propagación de la enfermedad condujeron a un fuerte repunte de la actividad económica. En contrapartida, la intensificación del contacto social asociada a la nueva normalidad, en comparación con la fase de confinamiento, dio lugar a un aumento gradual del tamaño de la pandemia a partir del inicio del verano. En concreto, las cifras de nuevos contagios y de fallecimientos diarios, que, en términos de medias móviles de siete días, se habían reducido a finales de junio hasta sus niveles más bajos desde marzo (6 y 0,1 personas, respectivamente, por cada millón de habitantes), repuntaron en los meses siguientes, sobre todo a partir de mediados de agosto, hasta alcanzar un pico al inicio de noviembre (de 442 casos detectados y 6,7 fallecidos por millón de habitantes) (véase gráfico 2).

En la mayor parte del resto de Europa, la pandemia tendió a mantenerse bajo control hasta comienzos de octubre. Con posterioridad, sin embargo, el deterioro de la situación epidemiológica fue generalizado, de modo que, en algunos países, como Austria, Francia, Italia, Países Bajos y Portugal, el tamaño de la pandemia llegó a superar significativamente en noviembre al observado en España.

EPIDEMIOLOGÍA DEL COVID-19 EN ESPAÑA Y EN LOS PRINCIPALES PAÍSES AFECTADOS
1 COVID-19: CASOS DIARIOS POR MILLÓN DE HABITANTES
 (media móvil de 7 días)

2 COVID-19: MUERTES DIARIAS POR MILLÓN DE HABITANTES
 (media móvil de 7 días)


— JAPÓN — COREA — EEUU — SUECIA — REINO UNIDO
 — PAÍSES BAJOS — ITALIA — FRANCIA — ALEMANIA — ESPAÑA

FUENTES: Ministerio de Sanidad y Banco de España.

Esta segunda ola de la enfermedad ha conducido al despliegue de nuevas restricciones a la movilidad y a la actividad de algunos sectores, lo que ha permitido que en las últimas semanas se observe una cierta contención de la incidencia de la pandemia, como refleja el descenso generalizado, aunque con intensidad heterogénea por países y regiones, del número de casos nuevos detectados. En España, la reintroducción de las medidas de contención ocurrió de forma más temprana que en otras economías de su entorno, en consonancia con la naturaleza más precoz del nuevo brote, lo que explica también que la probable ralentización de la actividad económica entre el tercer trimestre y el cuarto sea comparativamente menos acusada que en la zona del euro considerada en su conjunto, donde la contracción intertrimestral del PIB prevista para el último trimestre del año bajo el escenario central es considerablemente más elevada (2,2 %)³.

La pérdida de empuje de la actividad en nuestro país se hace visible en los resultados de la encuesta a una muestra de empresas realizada por el Banco de España⁴. En ella, casi la mitad (48,5 %) de las sociedades no financieras encuestadas han declarado que se ha observado un descenso de su facturación en el cuarto trimestre de 2020 con respecto al tercero, siendo este porcentaje mucho más elevado en las empresas del sector servicios, particularmente en aquellas relacionadas con la hostelería y las actividades de ocio. Entre los indicadores

3 Véanse las [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2020](#).

4 Véase el recuadro 3, «[Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad y sobre la incidencia del Covid-19](#)».

coyunturales, este aparente debilitamiento de la actividad sería más patente en los de carácter cualitativo o en algunos de alta frecuencia, como el gasto realizado con tarjetas de pago, que en los del mercado de trabajo, que han mostrado un tono más sostenido. Por otro lado, el establecimiento de restricciones más severas en otros países europeos podría estar teniendo un efecto adverso sobre su demanda de productos españoles.

Más allá de este conjunto de información coyuntural, la evaluación precisa de la evolución de la actividad económica en España en el cuarto trimestre presenta, como desde el inicio de la pandemia, algunas complejidades. En un contexto como el actual, el hecho de que la dinámica de la actividad se vea tan influida por las medidas de contención introducidas por las autoridades y por las restricciones voluntarias y los cambios de comportamiento de los agentes privados merma sensiblemente la utilidad de las herramientas de previsión de corto plazo utilizadas habitualmente en tiempos normales para la estimación de esa dinámica.

Con este trasfondo, se ha recurrido, para estimar la trayectoria de la actividad económica tanto en el trimestre corriente como en los inmediatamente posteriores, a diversos métodos alternativos cuyo punto de partida son los supuestos acerca de la evolución de la pandemia y de las consiguientes medidas de contención recogidos en cada uno de los tres escenarios. En un paso posterior se realiza una traslación de esos supuestos en términos de coste para la actividad económica. Para ello se hace uso de la información disponible acerca de la heterogeneidad, a escala regional y sectorial, de la evolución de la pandemia, las medidas de contención y la propia actividad económica.

En un primer ejercicio se relacionan las medidas adoptadas para frenar el ritmo de contagio con la movilidad efectiva, y esta, con la actividad. Este ejercicio permite descomponer las fluctuaciones observadas en la actividad, a escala regional, en las contribuciones de las restricciones a la movilidad introducidas por las autoridades y las limitaciones a la movilidad que son consecuencia de las decisiones voluntarias de los agentes, más un tercer componente residual⁵. Como resultado, se obtiene que la evolución de las variables mensuales de actividad regional desde la irrupción de la pandemia se explica en una proporción muy elevada por las restricciones a la movilidad impuestas por las autoridades. Además, las reducciones voluntarias en la movilidad habrían contribuido a reforzar la caída del PIB del segundo trimestre,

5 El análisis se asienta en la construcción de tres variables de frecuencia mensual. En primer lugar, el indicador de las medidas de contención se construye, a escala nacional y regional, haciendo uso de una base de datos de noticias de prensa en la que se analiza la frecuencia con la que aparecen determinados términos relacionados con la severidad de las restricciones puestas en marcha en cada momento (como, a modo de ejemplo, «confinamiento» o «aislamiento perimetral»). En segundo lugar, la movilidad se mide a partir de los indicadores construidos por Google que cuantifican los cambios con respecto a un período «normal». En concreto, la variable utilizada se ha construido como la media de los indicadores que miden la movilidad en lugares de trabajo, en comercio y restauración, y en estaciones de tránsito. Finalmente, la variable de actividad regional es una media simple de varios indicadores de coyuntura estándar de frecuencia mensual.

mientras que, por el contrario, la relajación de las limitaciones autoimpuestas a la movilidad habría ayudado a intensificar el repunte del tercero. A partir del cuarto trimestre, la simulación de tres sendas alternativas de evolución de las medidas de contención de la pandemia, coherentes con la narrativa epidemiológica subyacente a cada uno de los tres escenarios considerados, permite obtener trayectorias alternativas para el producto de la economía a escala nacional.

Una segunda aproximación parte de la evidencia de que las medidas de contención adoptadas ante la crisis sanitaria están teniendo efectos marcadamente diferentes por sectores de actividad, en función, principalmente, del papel que la interacción social desempeña en cada uno de ellos⁶. Uno de los aspectos para los que la disponibilidad de información permite evaluar con mayor precisión el impacto de la pandemia sobre la actividad a escala sectorial es el mercado laboral, según la información mensual publicada por la Seguridad Social sobre la afiliación de trabajadores y los expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE)⁷. A partir de esta información se han calculado ratios mensuales de ocupación efectiva para cada sector desde el inicio de la pandemia, estimados como el cociente entre el empleo observado y el que hipotéticamente se habría registrado en ausencia de Covid-19⁸. Estas ratios de ocupación efectiva miden, por tanto, el impacto de la pandemia en cada sector a través del porcentaje del empleo de este que se mantiene cada mes respecto a una hipotética situación sin Covid-19.

A continuación, dada la evidencia de que las restricciones adoptadas por las autoridades frente a la pandemia tienen impactos diferentes para cada una de las ramas de actividad, se han realizado estimaciones, a escala sectorial y con frecuencia mensual, de la relación entre las ratios de ocupación efectiva y las medidas de contención impuestas desde la irrupción del Covid-19. Con los coeficientes estimados, es posible disponer, dados los supuestos acerca de la evolución futura de esas medidas en cada uno de los tres escenarios considerados, de proyecciones de la actividad por ramas, cuya agregación proporciona sendas de evolución del PIB a lo largo del horizonte de previsión⁹.

6 Véase, por ejemplo, M. Fana, S. Tolan, S. Torrejón, C. Urzi Brancati y E. Fernández-Macías (2020), *The Covid confinement measures and EU labour markets*, Luxemburgo, Oficina de Publicaciones de la Unión Europea. Este trabajo analiza el impacto de las restricciones en Italia, España y Alemania, distinguiendo cinco grupos sectoriales, según su esencialidad o capacidad para seguir desarrollando su actividad sin interrupciones.

7 Esta es una fuente apropiada para hacer un seguimiento de la evolución de la actividad de cada rama debido al escaso retraso con que se publica la información (al principio del mes siguiente al de referencia) y la elevada granularidad sectorial (dos dígitos de la Clasificación Nacional de Actividades Económicas).

8 Esta es la metodología propuesta, desde una óptica regional, en Á. de la Fuente (2020), *El impacto de la crisis del Covid sobre el PIB de las CCAA en 2020: una primera aproximación*, Apuntes, n.º 2020/14, FEDEA e Instituto de Análisis Económico (CSIC). La senda contrafactual se aproxima por el crecimiento interanual del empleo en cada sector en febrero de 2020, el mes anterior a la llegada de la pandemia.

9 Para medir la evolución del grado de severidad de las restricciones entre febrero y octubre de 2020 se utilizan los valores promedio mensuales del *Oxford Covid-19 stringency index* referido a España. La evolución futura de este índice, que mide la intensidad de las medidas de distanciamiento social, se proyecta para cada uno de los tres escenarios definidos anteriormente. A partir de aquí, se realizan dos ejercicios alternativos. En el primero de ellos, que va más allá incluso de la narrativa del escenario severo, en la medida en que niega cualquier

Los resultados de los ejercicios llevados a cabo, junto con el análisis de la evolución de los indicadores de corto plazo de los que se dispone, permiten acotar el crecimiento del PIB en el cuarto trimestre en una horquilla comprendida entre el -8,6% y el -11,8% en tasa interanual. Esos dos extremos del intervalo, que se corresponden, respectivamente, con tasas intertrimestrales del 0,6% y el -3%, constituyen los ritmos de avance del PIB en los escenarios suave y severo. En el escenario central, el retroceso interanual del PIB es del -9,8%, que se corresponde con una tasa intertrimestral del -0,8%.

La evolución macroeconómica más allá del corto plazo

Tras el fuerte retroceso de este año, el PIB de la economía española registrará un elevado ritmo de aumento en 2021, aunque con diferencias muy notables en función del escenario epidemiológico considerado. La prolongación de la senda de recuperación en el bienio posterior daría lugar a avances progresivamente más modestos de la actividad, que permitirían que, en el escenario central, se alcanzara el nivel de PIB prepandemia a mediados de 2023, mientras que, en el severo, el nivel del PIB distaría todavía de esa cota al final del horizonte de proyección (véase gráfico 1.2).

Por consiguiente, la crisis dejará efectos persistentes sobre la actividad económica incluso tras la eliminación definitiva de las limitaciones que pesan sobre su normal desarrollo como consecuencia de la pandemia. La capacidad productiva de la economía se verá mermada por la desaparición de una porción del *stock* de capital, en la medida en que las acciones puestas en marcha para evitar las insolvencias empresariales puedan no ser capaces de impedir que, en algunos casos y con distinta intensidad según el escenario considerado, se materialicen determinadas situaciones de quiebra. Además, la crisis dejará un impacto negativo sobre la fuerza laboral, en la medida en que, a pesar del recurso a los ERTE y a los programas de cese de actividad de los trabajadores autónomos, existirán puestos de trabajo que no superarán la crisis y que darán lugar a un cierto aumento del desempleo de larga duración.

Desde el punto de vista de la composición de la demanda agregada, la demanda nacional restará entre 10,3 pp y 9,5 pp al crecimiento en 2020, según el escenario (y, en particular, 9,6 pp en el central), mientras que la demanda externa lo recortará

posibilidad de una adaptación de las conductas de los agentes, se supone que las restricciones continúan afectando en un futuro a cada rama en la misma medida en que lo hicieron en el pasado. El segundo ejercicio, probablemente más realista, tiene en cuenta que las restricciones más recientes poseen un carácter más focalizado hacia las ramas en las que la interacción social es más elevada (que se identifican con las mencionadas en la *Resolución de 16 de junio de 2020, sobre el quinto tramo de avales a pymes*). Por esta razón, se considera que en estas ramas el impacto de las restricciones seguirá correspondiéndose con el estimado entre febrero y octubre, mientras que en las demás se limita a los efectos indirectos que se derivan del impacto directo sobre las ramas con un mayor grado de afectación.

Cuadro 2

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

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

	2019	Proyecciones de diciembre de 2020											
		Escenario suave					Escenario central				Escenario severo		
		2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
PIB	2,0	-10,7	8,6	4,8	1,9	-11,1	6,8	4,2	1,7	-11,6	4,2	3,9	1,5
Consumo privado	0,9	-12,3	10,3	5,2	1,6	-12,9	7,2	4,5	1,5	-13,7	3,8	4,5	1,5
Consumo público	2,3	4,6	0,6	-0,7	1,4	4,7	0,9	-1,0	1,4	4,8	1,4	-1,6	1,4
Formación bruta de capital fijo	2,7	-14,8	10,4	8,3	2,1	-14,9	10,2	7,9	1,8	-14,9	8,5	7,4	1,7
Exportación de bienes y servicios	2,3	-22,0	11,9	8,2	5,6	-22,1	10,9	7,8	5,3	-22,5	8,0	7,3	4,5
Importación de bienes y servicios	0,7	-19,5	10,6	7,7	5,1	-19,7	9,8	7,4	4,8	-19,9	8,2	7,1	4,6
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	1,4	-9,2	8,0	4,5	1,6	-9,6	6,3	3,9	1,4	-10,1	4,1	3,7	1,4
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	0,6	-1,5	0,6	0,3	0,3	-1,5	0,5	0,3	0,3	-1,5	0,1	0,2	0,1
IAPC	0,8	-0,3	0,7	1,3	1,4	-0,3	0,6	1,2	1,3	-0,3	0,5	0,9	1,1
IAPC, sin energía ni alimentos	1,1	0,5	0,6	1,1	1,3	0,5	0,5	0,9	1,1	0,5	0,2	0,6	0,8
Empleo (personas)	2,2	-4,4	-0,8	5,0	2,5	-4,5	-0,9	4,1	2,2	-5,0	-3,9	3,5	1,2
Empleo (horas)	1,5	-10,4	8,6	4,7	2,2	-10,6	7,4	3,9	1,7	-11,4	5,0	3,3	0,9
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	14,1	15,7	17,1	14,0	12,4	15,8	18,3	15,6	14,3	16,2	20,5	18,1	17,6
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	2,5	1,7	2,9	2,9	3,0	1,7	2,8	2,8	2,9	1,7	2,5	2,3	2,1
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-2,9	-10,3	-6,7	-4,0	-3,2	-10,5	-7,7	-5,2	-4,5	-10,9	-9,6	-7,1	-6,7
Deuda de las AAPP (% del PIB)	95,5	116,1	113,7	111,7	111,5	116,7	117,1	116,8	118,0	117,8	122,8	124,9	128,7

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.
NOTA: Último dato publicado de la CNTR: tercer trimestre de 2020.

a Fecha de cierre de las predicciones: 25 de noviembre de 2020.

1,5 pp. En el trienio posterior, la recuperación descansará en gran medida en el componente nacional, si bien la contribución del sector exterior al avance del PIB, aunque modesta, será también positiva.

Todos los componentes de la demanda nacional privada presentarán un fuerte retroceso en 2020 (véase cuadro 2). La gran contracción del consumo privado, que en el escenario central se situaría en torno al 13 %, responde a tres factores. El primero de ellos es la disminución forzosa del gasto en ciertas partidas no esenciales como resultado de los cierres de actividad sectorial que tuvieron lugar durante la

primera ola de la pandemia (y, en menor medida, con posterioridad). El segundo es el aumento de la incertidumbre acerca de las perspectivas económicas, que ha motivado que los hogares adopten una actitud más cautelosa con respecto a sus decisiones de gasto. Por último, un tercer factor viene dado por el retroceso de las rentas de una parte de los hogares, resultante del deterioro del mercado laboral, que, en todo caso, se ha visto amortiguado por las medidas de apoyo fiscal puestas en marcha durante la pandemia.

En el transcurso del horizonte de proyección, se espera una normalización progresiva del gasto de los hogares. En este sentido, los datos más recientes de la CNTR muestran que el nivel de gasto en bienes duraderos se encontraba ya en el tercer trimestre en línea con el observado antes de la pandemia, tras el fuerte repunte de la adquisición de automóviles y de equipamiento para el hogar. En contraposición, el gasto en el resto de bienes y servicios, donde se engloban las partidas más afectadas por las medidas de distanciamiento social, se situaba todavía un 15 % por debajo de los registros de finales de 2019. La recuperación gradual de este tipo de gasto irá avanzando al compás de la relajación de las medidas de contención que pesan sobre ciertas actividades, el descenso de la incertidumbre sobre la evolución de la pandemia y la mejoría de la capacidad de compra de los hogares más afectados por el deterioro del mercado laboral.

El consumo privado alcanzaría su nivel previo a la pandemia a principios de 2022 en el escenario suave, mientras que en el central todavía se situaría ligeramente por debajo de esa cota al final de 2023, brecha que se ampliaría hasta casi un 5 % en el escenario severo. Los hogares tenderán a mantener hasta el fin del horizonte de proyección una tasa de ahorro relativamente elevada, aunque considerablemente inferior a la observada en 2020.

La inversión residencial registró asimismo una fuerte caída en la primera mitad de 2020, que el repunte registrado en el tercer trimestre, favorecido por el levantamiento de las restricciones a la movilidad y por la materialización de algunas decisiones de compra postergadas durante el confinamiento, compensó solo parcialmente. Además, a lo largo del tercer trimestre este agregado habría ido perdiendo impulso, según los indicadores disponibles, lo que sugiere que la senda de mejoría se habría interrumpido en la parte final del año. Más allá de las limitaciones a la compra que han conllevado las medidas de confinamiento vigentes entre marzo y junio, la demanda de vivienda se habría visto negativamente afectada de manera más duradera por el aumento de la incertidumbre y, en particular, por el impacto desfavorable sobre las expectativas de renta futura de los hogares procedente del deterioro del mercado de trabajo.

Se prevé que en un futuro la inversión residencial muestre un perfil de recuperación desde comienzos del próximo año. No obstante, la mejora a lo largo del horizonte de previsión será incompleta, particularmente mientras persistan las incertidumbres

sanitarias. Al final de 2023, el nivel de este agregado se situará todavía entre 5 pp y 11 pp por debajo del previo a la pandemia.

La inversión de las sociedades no financieras registrará una caída muy intensa en 2020, de una magnitud estimada de alrededor del 16 %, en consonancia con el fuerte retroceso de la demanda final (que ha dado lugar a una notable disminución del grado de utilización de la capacidad productiva actualmente instalada) y con la incertidumbre vigente acerca de su evolución futura. En todo caso, estos factores han incidido de forma muy heterogénea entre las distintas ramas. El elevado impacto de las medidas sobre la demanda de las empresas que operan en algunos sectores ha dado lugar a una reducción muy significativa de sus ingresos y, por tanto, de los recursos disponibles para acometer nuevas inversiones.

Además, la falta de ingresos ha requerido el recurso, en algunos casos muy intenso, al endeudamiento con el fin de cubrir los costes fijos. Ello se ha traducido en un debilitamiento de la posición patrimonial de algunos segmentos de las sociedades no financieras, lo que podría condicionar la capacidad de recuperación de la inversión a lo largo del horizonte de previsión. Como elemento atenuante a escala agregada, es preciso tener en cuenta que una parte del incremento de la deuda bruta no ha sido destinado a cubrir las necesidades más inmediatas de liquidez, sino a la acumulación de activos que permitan atender hipotéticas obligaciones futuras, dado el contexto de incertidumbre¹⁰. Por último, un elemento que favorecerá la inversión empresarial es la capacidad tractora de la ejecución de proyectos públicos en el marco del NGEU.

La pandemia ha dado lugar a reducciones en los movimientos de bienes y de personas entre distintos países. La interrupción de los movimientos de bienes tuvo un carácter transitorio, limitado fundamentalmente al período de la pasada primavera, cuando muchos países adoptaron confinamientos estrictos. Sin embargo, las limitaciones a los movimientos internacionales de personas están siendo mucho más persistentes, con un impacto muy elevado sobre los flujos turísticos, lo que resulta de gran relevancia para España, donde esta industria tiene un peso tan significativo en el PIB. Como resultado, las exportaciones del conjunto de bienes y servicios experimentarán en 2020 un retroceso aproximado del 22 %. En el caso de los servicios turísticos, la caída superará el 70 %.

Para un futuro, cabe esperar que los flujos turísticos sigan viéndose afectados por los repuntes en la incidencia de la pandemia y las consiguientes medidas de contención, tanto de modo directo, a través de las restricciones impuestas por las autoridades, como de forma indirecta, en la medida en que los turistas potenciales deseen limitar el hipotético riesgo sanitario asociado a las concentraciones de

10 Véase R. Blanco, S. Mayordomo, A. Menéndez y M. Mulino (2020), «El impacto de la crisis del Covid-19 sobre la situación financiera de las empresas no financieras en 2020: evidencia basada en la Central de Balances», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.

personas y a los viajes en transporte colectivo. En este contexto, parece probable que no se produzca una recuperación significativa del turismo receptor en tanto no se haya desplegado una solución médica efectiva frente al Covid-19.

La recuperación del conjunto de las ventas al resto del mundo de bienes y servicios se verá limitada por dos factores adicionales. Por un lado, la apreciación que el tipo de cambio del euro ha acumulado desde el inicio de la pandemia ha afectado negativamente a la competitividad de las exportaciones dirigidas a países ajenos a la UEM. Por otro, las proyecciones incorporan el supuesto de que no se alcanzará un acuerdo comercial entre la Unión Europea (UE) y el Reino Unido antes de que expire el período transitorio del *brexit* a finales de 2020¹¹. Dados todos estos condicionantes, las exportaciones españolas totales al resto del mundo no alcanzarían el nivel previo a la pandemia a lo largo del horizonte de proyección, salvo en el escenario suave, en el que ello ocurriría a finales de 2023.

La alteración de los flujos de intercambios internacionales de bienes y servicios ha afectado también intensamente a las compras al resto del mundo. De hecho, el retroceso de las importaciones totales en 2020, cercano al 20 %, será mayor que el de las exportaciones, en consonancia con el comportamiento comparativamente más desfavorable de la demanda final en España que en el conjunto de sus socios comerciales y, en particular, en el resto del área del euro. El abultado descenso de las importaciones españolas obedece también a que, entre los distintos componentes de la demanda final, la caída es particularmente intensa en el caso de aquellos que, como la inversión en equipo y las exportaciones, presentan un elevado contenido importador. Se prevé que en un futuro las compras al resto del mundo presenten un perfil de recuperación desde comienzos de 2021, en línea con la evolución de la demanda final. 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, lastrado por la crisis sanitaria.

El impacto de la pandemia sobre la utilización del factor trabajo está siendo muy acusado. Además, los efectos presentan una enorme heterogeneidad por ramas productivas, en consonancia con las pronunciadas diferencias en los efectos sobre la actividad de cada una de ellas, mucho más intensos en las que se han visto más afectadas por las medidas de distanciamiento social. La destrucción de puestos de trabajo se ha visto amortiguada por el elevado recurso a los ERTE y a la figura del cese de actividad de los trabajadores autónomos. Por este motivo, en este entorno el volumen total de horas trabajadas constituye una variable más apropiada

11 La materialización de este supuesto podría dar lugar a una reducción significativa de las ventas a la economía británica, quinto destino de las exportaciones españolas en 2019 (con una cuota del 7 % en el caso de los bienes y del 10 % para el total de bienes y servicios). Para un análisis de las características de las empresas que exportan bienes al Reino Unido desde una perspectiva regional, véase E. Gutiérrez Chacón y C. Martín Machuca (2020), «Empresas españolas que exportan bienes al Reino Unido: rasgos estilizados y evolución reciente, por comunidades autónomas», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 3/2020, Banco de España.

que el número de personas ocupadas para analizar la evolución de la utilización de este factor productivo y proyectar su evolución en el futuro. En el tercer trimestre, las horas trabajadas aumentaron de forma más acusada que el número de ocupados, a medida que una proporción creciente de trabajadores en ERTE fue retomando un patrón laboral de normalidad.

En los meses finales del año es previsible que la moderación de la actividad se vea acompañada por un cierto descenso de las horas trabajadas, en un contexto en el que la agudización de la pandemia ha llevado a la reintroducción de medidas de contención y, por consiguiente, a nuevos incrementos de las cifras de asalariados en ERTE y autónomos en cese de actividad. En el promedio de 2020, las horas trabajadas registrarán una contracción notable, que ascendería al $-10,6\%$ en el escenario central y al $-10,4\%$ y el $-11,4\%$ en los escenarios suave y severo, respectivamente. A partir de comienzos de 2021, se espera un aumento del número de horas trabajadas en línea con el repunte de la actividad económica, más intenso en los escenarios con una mejor evolución de la pandemia. Como resultado, la cifra de horas trabajadas alcanzaría el nivel previo al Covid-19 a finales de 2022 en el escenario central y más allá del final del horizonte de proyección en el severo.

En términos de la ocupación efectiva en personas, calculada descontando de las cifras de afiliación a la Seguridad Social tanto los asalariados en ERTE como los autónomos en cese de actividad, la mejoría observada en verano se ha frenado desde octubre, de modo que el descenso interanual observado en noviembre es algo más intenso que el de septiembre. En los próximos trimestres, el repunte de los niveles de actividad permitirá retomar esa senda de mejora, que será especialmente intensa en la segunda mitad de 2021 y se moderará progresivamente con posterioridad, en consonancia con la evolución proyectada para el PIB, con sensibles diferencias en función del escenario que se materialice. Además, en términos de empleo, los resultados seguirán siendo muy heterogéneos por ramas productivas.

Por consiguiente, no se puede descartar el riesgo de que, a pesar de la contundencia de las medidas aplicadas (tanto en términos de los esquemas de mantenimiento del empleo a corto plazo como de provisión de liquidez a las empresas), se registren fenómenos de histéresis en el mercado de trabajo. El escenario suave asume que las medidas serán efectivas para evitar la materialización de este riesgo, a diferencia de los otros dos escenarios. En el severo, la pérdida de puestos de trabajo tendría un carácter más persistente, particularmente en los sectores más expuestos al distanciamiento social y entre los grupos de trabajadores más vulnerables (en particular, aquellos con un contrato temporal).

La tasa de paro aumentaría con intensidad este año, hasta situarse algo por debajo del 16% en los escenarios central y suave, y algo por encima de esta cifra en el severo. El comienzo del descenso de esta variable hacia la segunda mitad de 2021 no impediría que, en el promedio del próximo año, se registre un aumento con

respecto a 2020 en todos los escenarios considerados. A finales de 2023, la tasa de paro sobrepasaría todavía ligeramente el 14 % en el escenario central, nivel algo superior al previo a la pandemia, y sería unos 3 pp mayor en el severo.

La crisis sanitaria ha acarreado también un deterioro muy acusado de las finanzas públicas. La acción conjunta de las medidas puestas en marcha para contrarrestar el impacto de la pandemia sobre la salud pública y sobre la actividad económica y de los estabilizadores automáticos dará lugar a una fuerte elevación del déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) en 2020, hasta el 10,5 % del PIB en el escenario central. A lo largo del horizonte de proyección se espera una mejora sustancial del saldo presupuestario, como consecuencia tanto de la naturaleza temporal de parte de las medidas discrecionales adoptadas como de la mejora cíclica. No obstante, el déficit público permanecerá en 2023 en cotas todavía muy elevadas (del 4,5 % del PIB en el escenario central). La deuda pública registrará un fuerte aumento en 2020, hasta situarse cerca del 120 % del PIB en cualquiera de los tres escenarios. Con posterioridad, las diferencias entre escenarios, en términos de la dinámica del PIB y del déficit de las AAPP, darán lugar a desarrollos heterogéneos en la senda de la ratio de deuda hasta 2023. De este modo, mientras que en el escenario central la deuda tendería a estabilizarse en torno al nivel de este año, en el suave se reduciría unos 5 pp y en el severo aumentaría unos 10 pp adicionales.

Precios y costes

La pandemia ha conducido a una desaceleración muy significativa de los precios de consumo en España. La ralentización ha afectado tanto al componente energético (que está registrando tasas fuertemente negativas como consecuencia del descenso de los precios del petróleo causado por el desplome de la demanda mundial) como al subyacente. Dentro de este último, la moderación ha sido más acusada en los precios de los servicios que en los de los bienes industriales no energéticos, lo que se explica por las diferencias en la incidencia de las medidas de contención sobre la demanda de las distintas ramas. Estas presiones desinflacionistas, procedentes de la debilidad de la demanda, han prevalecido como factor explicativo fundamental de la evolución de los precios de consumo en la pandemia, frente a las tensiones alcistas de oferta (que de manera transitoria se manifestaron en el período inmediatamente posterior a la irrupción del Covid-19, en forma de aumentos de precios de algunos bienes, como los alimentos) y al impacto de los aumentos de costes asociados a las medidas sociosanitarias adoptadas.

En los supuestos actuales acerca del precio del petróleo, el componente energético pasaría a realizar una contribución positiva a la tasa de variación de los precios de consumo a partir del segundo trimestre de 2021, una vez que se incorpore al cálculo interanual el efecto base del abaratamiento del crudo que se produjo un año antes, al inicio de la pandemia.

Por su parte, la recuperación progresiva de la demanda de bienes y servicios de consumo, particularmente en las ramas más afectadas por las medidas de contención, llevaría, a lo largo de 2021, a aumentos graduales de la tasa de variación del componente subyacente, de mayor intensidad en la segunda mitad del año, una vez superados los efectos base que han marcado la evolución de este componente desde el verano pasado. Probablemente, el repunte de la inflación subyacente no será homogéneo entre las distintas categorías de bienes y servicios. En particular, la naturaleza más tardía e incompleta de la recuperación en las ramas de hostelería y ocio favorecerá, previsiblemente, que la inflación en esos servicios se mantenga en cotas muy moderadas durante un período más prolongado.

Aunque crecientes, las tasas de variación de la inflación subyacente serán, no obstante, moderadas a lo largo de todo el horizonte de proyección. De este modo, tras situarse, en promedio, en el 0,5 % en 2020 y 2021, la tasa de variación del IAPC, excluidos alimentos y energía, se elevaría progresivamente hasta el 1,1 % en 2023 en el escenario central. El repunte sería algo menos pronunciado en el escenario suave, hasta el 0,8 %, y algo más intenso en el severo, hasta el 1,3 %. Por su parte, el IAPC general comenzaría a registrar tasas positivas desde la primavera de 2021, en consonancia con la aceleración que se anticipa del componente energético. En términos de la tasa media anual, el IAPC general crecería un 1,3 % en el escenario central en 2023 (tasa que sería dos décimas mayor en el suave y una menor en el severo). En comparación con las proyecciones de septiembre, estas cifras suponen, en general, una ligera revisión a la baja de las sendas proyectadas tanto para la inflación general como para la subyacente.

Riesgos

Como se ha señalado, las perspectivas para la actividad económica siguen estando muy condicionadas por la evolución de la situación epidemiológica, particularmente en los próximos trimestres, mientras se mantenga la incertidumbre acerca de la magnitud de los eventuales nuevos brotes de la pandemia. Los anuncios de la disponibilidad inminente de varias vacunas tienden a atenuar la incertidumbre a medida que avanza el horizonte de proyección. Sin embargo, esta solo se ha disipado en parte, dada la relativa indeterminación del plazo necesario para lograr la inmunización del conjunto de la población. Los avances anunciados en el desarrollo de las vacunas suponen, en todo caso, una moderación de la incertidumbre en comparación con las proyecciones de septiembre.

Los elementos de incertidumbre subsistentes se han capturado mediante la construcción de tres escenarios alternativos, basados en distintas hipótesis acerca de los desarrollos epidemiológicos. Hoy, el escenario más probable sería el central. No obstante, los riesgos al crecimiento del PIB en este escenario estarían moderadamente orientados a la baja. Ello se derivaría, fundamentalmente, de que la

evolución epidemiológica sea más adversa que la que subyace a la construcción de este escenario, que comporte la necesidad de introducir limitaciones durante un período de tiempo más prolongado. Además, los fenómenos de amplificación de la crisis a través del sistema financiero que incluye este escenario son modestos, dado el supuesto de que las políticas económicas serán efectivas a la hora de limitar tales fenómenos, como ha ocurrido hasta la fecha. Sin embargo, cabe la posibilidad de desarrollos más negativos en términos de la disponibilidad y el coste de la financiación al sector privado, cuya eventual materialización daría lugar a problemas de solvencia de estos agentes con consecuencias adversas para los balances bancarios.

Se considera que el resto de los elementos de riesgo presentan un balance más equilibrado. El elevado volumen de recursos que España ha de recibir en el marco del programa NGEU tiene la capacidad potencial de impulsar la recuperación tras la pandemia y, más a medio plazo, modernizar la estructura productiva y favorecer la capacidad potencial de crecimiento económico sostenible. Sin embargo, el grado de materialización efectiva de todas estas consecuencias positivas está sometido a notables incertidumbres derivadas de cómo se concreten aspectos de la implementación del NGEU como el volumen de recursos que las autoridades lograrán movilizar, su distribución temporal y su efecto multiplicador sobre el conjunto de la economía, que a su vez dependerá de la naturaleza de los proyectos desarrollados. Los escenarios actuales están condicionados por la realización de supuestos concretos acerca de todas esas dimensiones. Sin embargo, la información disponible no permite acotar más que de modo parcial la incertidumbre existente sobre la plasmación concreta de todos esos aspectos. En el recuadro 2 se presentan diversos ejercicios con estimaciones alternativas del impacto del programa bajo ciertas modificaciones de los supuestos empleados en la construcción de los escenarios.

Además, existen dos factores de riesgo de naturaleza geopolítica ajenos al área del euro. El primero de ellos surge del desenlace de las negociaciones del *brexit*. El ejercicio de proyecciones del Eurosistema descansa sobre el supuesto de la ausencia de un acuerdo al final del período transitorio, lo que conduciría a la aplicación de barreras arancelarias y no arancelarias que dificultarían en el futuro los flujos comerciales bilaterales entre la UE y el Reino Unido. Sin embargo, los escenarios presentados no incorporan la posibilidad de que, junto con este canal comercial, una hipotética materialización efectiva de la ausencia de acuerdo conlleve consecuencias adversas en los mercados financieros, con el consiguiente impacto negativo sobre la actividad económica en España. En sentido contrario, la posibilidad de que finalmente se alcance un acuerdo antes de la expiración del plazo fijado, a últimos de año, constituye un riesgo al alza sobre el PIB de nuestro país.

El segundo factor de incertidumbre geopolítica nace del hecho de que no se disponga todavía de información acerca de las políticas económicas que desplegará

la nueva Administración estadounidense, que tomará posesión en enero en ámbitos tan relevantes como su posicionamiento frente al marco multilateral de intercambios comerciales.

Por su parte, los riesgos sobre la inflación se encuentran orientados a la baja. Ello sería el resultado de una hipotética materialización de escenarios más adversos desde el punto de vista de la actividad económica, asociados a la posibilidad de que la reacción de los precios de consumo a la recuperación de la demanda sea más débil que la incorporada en los escenarios, a posibles fenómenos de amplificación financiera de la crisis y, finalmente, a la eventualidad de que los agentes den un peso elevado, en su proceso de formación de expectativas acerca de la inflación futura, al período reciente de crecimientos sistemáticamente muy reducidos de los precios.

11.12.2020.

SUPUESTOS PARA LA ELABORACIÓN DE LAS PROYECCIONES

Los supuestos relativos a las sendas de los tipos de interés, los tipos de cambio y los precios del petróleo y de otras materias primas están basados en las cotizaciones observadas en los respectivos mercados en los diez días laborables que preceden a la fecha de cierre de las proyecciones, que en este caso es el 25 de noviembre. En particular, el precio del petróleo, que en el promedio de 2020 sería de 41,6 dólares por barril, se elevaría hasta los 44 dólares y 45,7 dólares, respectivamente, en 2021 y 2022, valores algo inferiores a los proyectados en el ejercicio de septiembre (un 4,1 % en 2021 y un 5,8 % en 2022). En 2023, el precio del barril aumentaría hasta los 46,9 dólares, con lo que acumularía un incremento próximo al 13 % en el conjunto del período de proyección.

Por lo que respecta a los tipos de interés, las diversas acciones de política monetaria que el BCE ha adoptado desde la irrupción de la pandemia han contribuido a favorecer el mantenimiento de condiciones de financiación muy favorables en el área del euro. Para el período de proyección, el euríbor a tres meses se situaría, de acuerdo con las cotizaciones en los mercados de futuros, en el entorno del -0,5 % en el trienio 2021-2023.

Tras el fuerte repunte que registró al comienzo de la pandemia, la rentabilidad de la deuda pública española a diez años ha mostrado un perfil descendente en los últimos meses. En el período de proyección pasaría a presentar una senda creciente, desde el 0,2 % al 0,5 % entre 2021 y 2023 en términos de los promedios anuales. Por su parte, el coste de la financiación crediticia de hogares y de empresas se elevaría ligeramente con respecto a 2020, en un contexto en el que el riesgo de los prestatarios se estaría situando en niveles algo más elevados. La magnitud del aumento es más acusada cuanto mayor es la severidad del escenario. En el caso concreto de las sociedades no financieras, su coste de financiación se elevaría desde el 2 % en 2020 hasta el 2,9 % en 2023 en el escenario central y el 3,6 % en el severo.

Por su parte, el tipo de cambio del euro presentaría una apreciación, en términos efectivos nominales, del 2,9 % en el período de proyección en relación con el nivel observado, en promedio, en 2020. La apreciación sería ligeramente mayor (un 3,5 %) frente al dólar.

En 2020 se ha producido un retroceso muy severo de la actividad mundial. La caída del comercio global de bienes

y servicios ha sido aún más pronunciada, como consecuencia de las alteraciones de las cadenas globales de valor y de la interrupción de los flujos turísticos a que han dado lugar las restricciones a la movilidad de productos y personas introducidas como consecuencia de la crisis sanitaria. Como resultado, los mercados de exportación de España han registrado una severa contracción en 2020 (en el entorno del -11,5 %). A partir de 2021, se espera que esta variable pase a presentar una senda de recuperación, que sería más tardía a medida que se incremente la severidad del escenario. En el escenario central, las tasas de avance de los mercados de exportación en cada uno de los tres años del período de proyección serían del 6,9 %, 5,3 % y 3,5 %. En el escenario suave se anticipa un repunte muy marcado en 2021 (12,3 %), que se moderaría sustancialmente en el bienio posterior (5,4 % y 3,3 %, respectivamente, en 2022 y 2023). Finalmente, bajo el escenario severo, los mercados de exportación presentan, por el contrario, un dinamismo creciente a lo largo del horizonte de proyección, de modo que, tras avanzar un 0,2 % en 2021, se acelerarían hasta el 4,1 % en 2022 y el 5,2 % en 2023, en línea con la naturaleza más tardía e incompleta de la resolución de la crisis sanitaria y la recuperación económica.

En el ámbito de la política fiscal, las nuevas proyecciones de las cuentas públicas se basan en los últimos datos de ejecución presupuestaria con criterios de Contabilidad Nacional publicados por la Intervención General de la Administración del Estado (IGAE). Por lo que respecta a los supuestos considerados, la novedad para 2020 con respecto a las proyecciones de septiembre es la prórroga más reciente, hasta enero de 2021, de las prestaciones a autónomos y a trabajadores en expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE) relacionadas con los efectos de la pandemia¹. En su conjunto, las medidas aprobadas este año encaminadas a combatir las consecuencias del Covid-19 suponen un aumento del gasto del 3,5 % del PIB en 2020 y de 0,7 pp adicionales en 2021.

De cara al próximo año, se incorporan además los impactos recaudatorios esperados por el Banco de España de los impuestos sobre transacciones financieras y sobre determinados servicios digitales, de reciente creación, la rebaja del IVA de las mascarillas, aprobada el pasado 18 de noviembre, y el resto de las medidas de ingresos y gastos incorporadas en el Plan Presupuestario para 2021 y en el proyecto de Presupuestos Generales

1 La tipología de ERTE y el alcance de las exoneraciones de cotizaciones sociales se han visto modificados (véase el RDL 30/2020, de 29 de septiembre).

SUPUESTOS PARA LA ELABORACIÓN DE LAS PROYECCIONES (cont.)

del Estado y de la Seguridad Social (PGE) para ese mismo año, textos presentados por el Gobierno en octubre y que, en el segundo caso, se encuentra pendiente de su aprobación por el Senado, tras la llevada a cabo por el Congreso.

Con gran diferencia, la novedad más relevante desde el punto de vista de la política presupuestaria para el próximo ejercicio es la incorporación en el proyecto de PGE del comienzo de la utilización por parte de las Administraciones Públicas (AAPP) españolas de los fondos procedentes de los programas europeos NGEU y React-EU. En particular, el Gobierno ha anunciado su intención de hacer uso del volumen máximo de fondos

potencialmente disponibles vía transferencias no reembolsables, lo que en 2021 supondría cerca de 27 mm de euros, que se canalizarían a través del Estado, más otros 8 mm que irían directamente a las Comunidades Autónomas (CCAA). En el conjunto de 2021 a 2023, la cifra ascendería a 74 mm. Estos fondos elevarían tanto los ingresos como los gastos de las AAPP, por lo que tendrían un impacto neutral sobre el déficit.

La incertidumbre acerca de la capacidad de las AAPP de absorber un volumen tan elevado de recursos en un período tan reducido es muy elevada. En estas proyecciones se ha optado por incorporar, en 2021, el 100 % de los gastos corrientes y el 70 % de los gastos de

Cuadro 1
ENTORNO INTERNACIONAL Y CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS (a)

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	2019	Proyecciones de diciembre de 2020				Proyecciones de septiembre de 2020		
		2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022
Entorno internacional								
Producto mundial	2,7					-4,2	6,1	3,7
Escenario suave		-3,2	8,3	4,2	3,3			
Escenario central		-3,5	5,6	3,9	3,4			
Escenario severo		-3,7	2,4	2,9	4,0			
Mercados de exportación de España (b)	1,4					-13,1	7,3	4,3
Escenario suave		-11,2	12,3	5,4	3,3			
Escenario central		-11,5	6,9	5,3	3,5			
Escenario severo		-12,0	0,2	4,1	5,2			
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	64,0	41,6	44,0	45,7	46,9	42,1	45,9	48,5
Condiciones monetarias y financieras								
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,12	1,14	1,18	1,18	1,18	1,14	1,19	1,19
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (c) (nivel 2000 = 100)	116,4	117,6	121,0	121,0	121,0	117,6	121,0	121,0
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses) (d)	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años) (d)	0,7	0,4	0,2	0,3	0,5	0,4	0,4	0,6

FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

- a Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 18 de noviembre de 2020. Las cifras en niveles son promedios anuales, y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- b Los supuestos acerca del comportamiento de los mercados de exportación de España presentados se obtienen a partir de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema.
- c Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
- d 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.

SUPUESTOS PARA LA ELABORACIÓN DE LAS PROYECCIONES (cont.)

inversión anunciados por el Gobierno para ese año², y, para el conjunto del horizonte de proyección 2021-2023, el 80% de las transferencias totales disponibles, tanto para consumo corriente como para inversión³.

Además, por el lado del gasto, las medidas incluyen alzas del 0,9% de las pensiones y de la remuneración de los empleados públicos, del 1,8% de las prestaciones contributivas (incluyendo el ingreso mínimo vital) y del 5% del indicador público de renta de efectos múltiples (IPREM).

En relación con los ingresos, además de otros dos nuevos impuestos de próxima creación (sobre envases de plástico y sobre residuos) y de la limitación de las exenciones por doble imposición a las grandes empresas en el impuesto sobre sociedades, los PGE incorporan diversas subidas de tipos impositivos, como los del IRPF y el impuesto sobre el patrimonio para los niveles más altos de base imponible, el impuesto sobre las primas de seguro y el IVA de las bebidas azucaradas. Conjuntamente, se estima que todas estas medidas de ingresos

supondrían un aumento de la recaudación, en términos del PIB, de 0,3 pp en 2021 y de 0,4 pp a partir de 2022.

Para el resto del horizonte de previsión (2022-2023) y para las partidas para las que no existe información específica, las proyecciones se apoyan en los supuestos técnicos habituales. En primer lugar, 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. En segundo lugar, se supone que la trayectoria de las restantes partidas que componen las cuentas de las AAPP vendrá fijada, en ausencia de medidas, por sus determinantes habituales⁴.

Dados el conjunto de proyecciones y supuestos referidos a las variables de política fiscal y 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, sería expansivo en 2020 (0,9 pp del PIB) y 2021 (0,7 pp), para pasar a ser aproximadamente neutral en 2022 y 2023.

2 Lo que no incluye los fondos que van directamente a las CCAA y que se han distribuido de forma simétrica por años.

3 El recuadro 2 proporciona un mayor grado de detalle acerca de la justificación de estas decisiones y describe posibles supuestos alternativos.

4 En concreto, se asume que los ingresos públicos crecerán en línea con sus bases impositivas, que dependen principalmente del contexto macroeconómico. Lo mismo 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 el gasto en intereses —cuyos movimientos reflejan la evolución del endeudamiento público y de los tipos de interés—.

EL IMPACTO DE LA INICIATIVA NGEU EN LOS ESCENARIOS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Las presentes proyecciones incorporan por primera vez la utilización por parte de nuestro país de los recursos del programa *Next Generation EU (NGEU)*. Este recuadro describe las principales características del programa y los supuestos incluidos con respecto al volumen de fondos empleados, su desglose por capítulos de gasto y el tamaño de los multiplicadores fiscales utilizados para estimar su impacto macroeconómico.

El NGEU es un fondo de carácter temporal, con un importe máximo de 750 mm de euros, creado por el Consejo Europeo a finales de julio para hacer frente a las consecuencias de la crisis del Covid-19 y acelerar la transición digital y ecológica de la economía europea¹. Ha de tenerse en cuenta que, en consonancia con el procedimiento empleado habitualmente por la Comisión Europea (CE), todas las cifras oficiales del programa se expresan en euros constantes de 2018. La traslación a euros corrientes de cada año se realiza asumiendo una inflación del 2 % anual. El programa, cuyos recursos son adicionales a los del presupuesto plurianual de la Unión Europea (UE) para el período 2021-2027, será financiado mediante el acceso al mercado de deuda por parte de la CE.

El 90 % de los recursos del NGEU están destinados a financiar programas de gasto de los Estados miembros (EEMM). Los desembolsos de estos fondos se harán operativos a través de transferencias directas (hasta 312,5 mm de euros) y mediante el otorgamiento de préstamos (hasta 360 mm de euros). La mayor parte de los recursos se canalizarán por medio del denominado «Mecanismo de Recuperación y Resiliencia» (MRR) y los desembolsos estarán ligados a las recomendaciones del Semestre Europeo. A su vez, el 70 % de las cantidades comprometidas en el MRR se destinará a obligaciones de pago contraídas en 2021-2022, quedando el 30 % restante para 2023. Ahora bien, los pagos por parte de la

UE de los fondos que financian esos gastos se distribuirán a lo largo de un período más largo (concretamente, 2021-2026)².

El 10 % restante de los fondos del NGEU será utilizado en programas paneuropeos, entre los que destaca el React-EU, entre cuyos propósitos se encuentran acelerar el desembolso de los fondos de cohesión y aumentar los recursos destinados al gasto sanitario derivado de la crisis del Covid-19. Los compromisos en el marco del React-EU suman 47,5 mm de euros para el período 2021-2023.

De acuerdo con las publicaciones de la CE, se estima que a España le corresponderían transferencias por un importe máximo de 77,8 mm de euros (un 6,7 % del PIB proyectado para 2021), de las que 63,9 mm provendrían del MRR y el resto del React-EU (véase gráfico 1)³. En términos del calendario, se prevé que el Gobierno podría contraer compromisos de gastos por un máximo de 34,6 mm de euros en 2021, 24,4 mm en 2022 y 18,8 mm en 2023 (o el 2,9 %, 1,9 % y 1,4 % del PIB previsto para esos años, respectivamente). Por el contrario, como se ha apuntado, el calendario de pagos de la UE sería más dilatado, debido al componente del MRR, alargándose hasta 2026, de forma que se estima que, a finales de 2023, España habría recibido algo menos de la mitad de los fondos totales⁴.

La información acerca del uso que España hará de los recursos del NGEU es incompleta y se halla repartida principalmente en dos documentos. En primer lugar, el Gobierno hizo público a principios de octubre su «Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia», que describe las líneas generales de actuación que guiarán el uso de los fondos del NGEU: la transición ecológica, la transformación digital, la igualdad de género y la cohesión social y territorial. El plan prevé presentar proyectos por el

1 Los detalles del programa se describen en el recuadro 5, «*Next Generation EU: principales características e impacto de su anuncio sobre las condiciones financieras*», del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2020, Banco de España.

2 Por tanto, se producirá un desfase entre el momento de ejecución del gasto por parte de los Gobiernos y el de los pagos por parte de la UE. Sin embargo, el desequilibrio financiero resultante no computaría a los efectos del cálculo de la capacidad de financiación de las AAPP en Contabilidad Nacional, aunque sí puede tener efectos en la dinámica de la deuda pública.

3 Las cifras definitivas no se han fijado todavía. En el caso del MRR, la distribución de fondos para el período 2021-2022 se ha realizado siguiendo la propuesta de la CE al respecto, que tiene en cuenta la población, la inversa del PIB per cápita y la tasa de paro promedio entre 2015 y 2019. Para 2023 se reemplazará la tasa de paro por las caídas del PIB en 2020 y 2021. Las cifras definitivas serán calculadas en otoño de 2022. En el caso del React-EU, la cifra de 2021 es oficial, mientras que los fondos para 2022 y 2023 se han calculado asumiendo la misma distribución entre países que en 2021. La asignación definitiva de fondos para ese período se publicará en junio de 2021 y 2022, respectivamente.

4 En línea con la propuesta de la CE para el MRR y con el acuerdo del Consejo Europeo del 21 de julio, en el caso del MRR se asume que los pagos correspondientes a los compromisos del año t tienen el siguiente perfil: 15 % en t , 25 % en $t + 1$ y 30 % en $t + 2$ y $t + 3$. En el caso del React-EU, se asume que el total comprometido se recibirá en seis partes iguales entre 2021 y 2026.

EL IMPACTO DE LA INICIATIVA NGEU EN LOS ESCENARIOS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (cont.)

Gráfico 1
DISTRIBUCIÓN DE LOS FONDOS NGEU DISPONIBLES EN FORMA DE TRANSFERENCIAS EN LA UEM

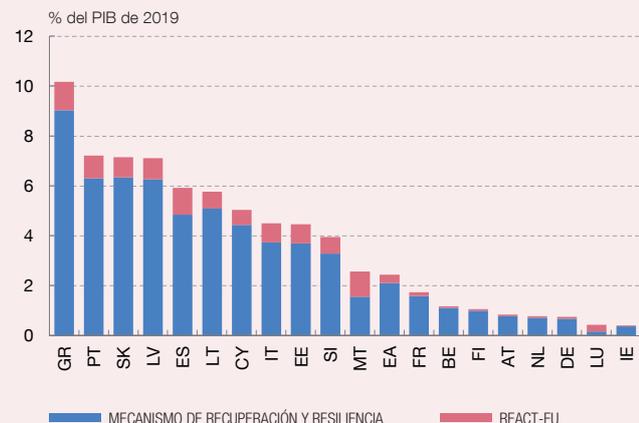


Gráfico 2
TASA DE ABSORCIÓN HISTÓRICA DE FONDOS ESTRUCTURALES EUROPEOS

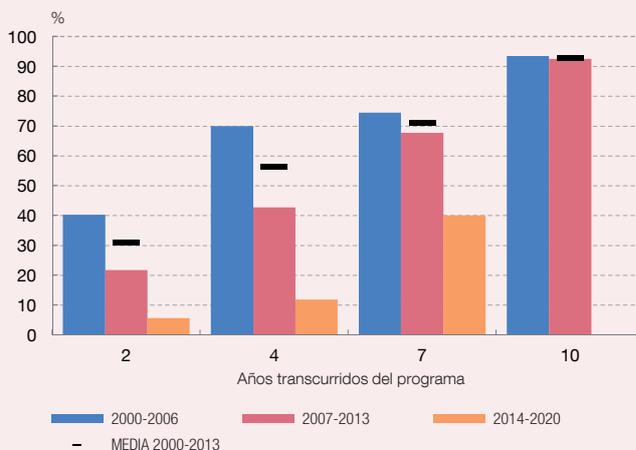


Gráfico 3
SUPUESTOS SOBRE LA COMPOSICIÓN DE USOS DEL NGEU

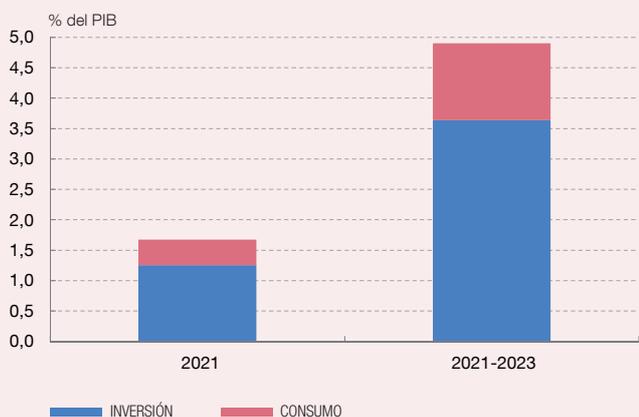
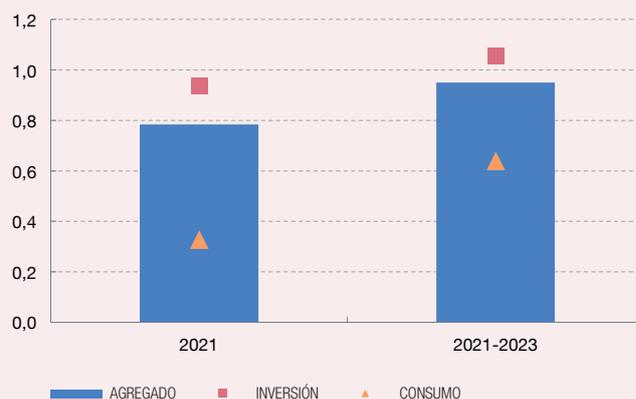


Gráfico 4
SUPUESTOS SOBRE LOS MULTIPLICADORES DE USOS DEL NGEU



Cuadro 1
IMPACTO SOBRE EL PIB DE UN IMPULSO FISCAL POR FONDOS NGEU BAJO SUPUESTOS ALTERNATIVOS

En diferencias porcentuales de nivel	2021	2021-2023
Escenario de las proyecciones (a)	1,3	1,5
Multiplicador elevado (1,2)	1,6	1,9
Multiplicador moderado (0,7)	1,0	1,2
Supuesto de ejecución tardía (b)	0,6	1,6

FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Banco de España.

- a En el escenario de las proyecciones se simula con el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE) un impulso fiscal de en torno a 20 mm cada año en 2021-2023, con un multiplicador promedio del 0,95. En términos de su composición, el 75 % del gasto anual se destina a proyectos de inversión y el resto a gasto corriente.
- b En el supuesto de ejecución tardía, se simula un impulso fiscal de 11 mm, 20 mm y 30 mm en 2021-2023, respectivamente, con un multiplicador promedio del 0,95. Un 55 % de este gasto se destina a proyectos de inversión en 2021, porcentaje que asciende al 75 % en el promedio de 2021-2023.

EL IMPACTO DE LA INICIATIVA NGEU EN LOS ESCENARIOS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (cont.)

total de fondos disponibles en transferencias durante los tres próximos años (2021-2023). Por otro lado, el Gobierno anunció que, por el momento, no espera acudir a las líneas de préstamos del programa.

En segundo lugar, los Presupuestos Generales del Estado y la Seguridad Social (PGE) para 2021, en proceso de tramitación, recogen gastos a cargo del NGEU por 26,6 mm (el 2,2 % del PIB previsto), que se financiarían en más de un 90 % con fondos del MRR. De estos, se estima que la mitad se destinaría a financiar proyectos de inversión de las Administraciones Públicas (AAPP) y un tercio a ayudas a la inversión privada. El resto se distribuiría entre consumos intermedios y transferencias a hogares. En términos de su destino por funciones, más del 50 % de los fondos se dedicarían a ayudas a la inversión en la industria y en el sector energético, a la mejora de infraestructuras y a la inversión en investigación, desarrollo e innovación. Por su parte, las Comunidades Autónomas (CCAA) dispondrían para ese mismo ejercicio de financiación del programa React-EU por un montante máximo en torno a los 8 mm.

De acuerdo con las estimaciones realizadas en el proyecto de PGE, el impulso fiscal derivado del programa aumentará el nivel del PIB español en 2,6 puntos porcentuales (pp) en 2021 y en una cuantía similar en el promedio del período 2021-2023. Este efecto sería coherente con un multiplicador de 1,2 en 2021, que se elevaría hasta el entorno del 1,7 en 2023. Esos valores del multiplicador del gasto público se sitúan en la parte alta del rango de estimaciones empíricas disponibles, que, por otra parte, es muy amplio⁵.

La información contenida en los planes presupuestarios de los distintos países permite comparar el uso que cada uno de ellos pretende hacer de los recursos del NGEU. En concreto, el plan español sería, junto con el francés, de los más ambiciosos de la UEM en términos del volumen de fondos absorbido y de la anticipación de los plazos. El Gobierno italiano, país receptor del mayor importe de recursos, ha previsto distribuir el nuevo gasto de forma más gradual en el

tiempo. Por su parte, los Gobiernos alemán y holandés no se han pronunciado todavía sobre el destino de los fondos.

La publicación del plan presupuestario y su traslación a los PGE han permitido acotar significativamente la incertidumbre en cuanto al tamaño, calendario y composición de los proyectos que se han de ejecutar con los fondos del NGEU⁶. A ello ha contribuido, además, la reciente iniciativa para centralizar en el Consejo de Ministros la planificación del gasto, simplificar los procedimientos de contratación administrativa y acortar los plazos de resolución de aquellos. No obstante, existen todavía diversos factores que dificultan la cuantificación del impacto de estos planes sobre las cuentas públicas y el crecimiento.

En primer lugar, la elevada dimensión del programa carece de referencias históricas comparables en nuestro país. El precedente más cercano sería el *Plan Español para el Estímulo de la Economía y el Empleo*, comúnmente denominado «plan E», por medio del cual el Gobierno del Estado transfirió fondos a las Corporaciones Locales en respuesta a la crisis de 2008 por una cuantía de 1,2 pp del PIB para ejecutar inversiones públicas durante el bienio 2009-2010. Ese plan se ejecutó en una coyuntura que guardaba ciertas similitudes con la actual, con un grado relativamente reducido de utilización de la capacidad productiva y un tono muy acomodaticio de la política monetaria, a pesar de lo cual se estima que su multiplicador sobre la actividad y el empleo fue relativamente reducido⁷.

En segundo lugar, existe una elevada incertidumbre sobre la capacidad de las AAPP y el sector privado para ejecutar proyectos de inversión por un volumen tan elevado en unos plazos tan cortos como los anunciados. En este sentido, la evidencia histórica disponible sobre la absorción por parte de la economía española de los programas de fondos estructurales y de inversión europeos en el pasado pone de relieve la magnitud del reto. En particular, como muestra el gráfico 2, en promedio tras los dos primeros años de dichos programas, las

5 Véase V. Ramey (2019), «Ten Years After the Financial Crisis: What Have We Learned from the Renaissance in Fiscal Research?», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 33(2), pp. 89-114, para una revisión de la evidencia existente. Para el caso europeo, véase M. Alloza et al. (2019), «Fiscal policies in the euro area: Revisiting the size of spillovers», *Journal of Macroeconomics*, vol. 61, septiembre.

6 Véase el recuadro 9, «El impacto macroeconómico del programa Next Generation EU bajo distintos escenarios alternativos», «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2020, Banco de España, para una discusión de dichos elementos.

7 La evidencia empírica disponible muestra que ese programa de inversiones tuvo un efecto multiplicador en el rango 0,3-0,5, menor, por tanto, que el previsto por los PGE para el programa NGEU. Véase M. Alloza y C. Sanz (2020), «Jobs Multipliers: Evidence from a Large Fiscal Stimulus in Spain», de próxima aparición en *Scandinavian Journal of Economics*.

EL IMPACTO DE LA INICIATIVA NGEU EN LOS ESCENARIOS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (cont.)

AAPP españolas solo han logrado ejecutar proyectos por un montante en torno al 30% de los fondos disponibles, cifra que aumenta gradualmente hasta situarse en torno al 70% en el séptimo año, último ejercicio en el que se pueden adquirir compromisos de gasto.

Un segundo elemento, muy relacionado con el anterior, es que, para alcanzar su máxima efectividad, la selección y la planificación de los proyectos han de ser muy rigurosas, lo que puede resultar particularmente complejo, dados el elevado volumen de recursos y los reducidos plazos. Una complejidad adicional viene dada porque, si bien el Estado coordinará la planificación del gasto, una parte muy significativa de su ejecución recaerá directamente sobre las CCAA. Es posible, en todo caso, que una parte de estas incertidumbres se disipe a través de la concreción de los proyectos en el Plan Nacional de Recuperación y Resiliencia (PNRR), cuyo plazo de presentación concluye el 30 de abril de 2021 y que deberá ser evaluado por la CE.

Con el trasfondo del elevado grado de incertidumbre que suponen estas consideraciones, ha sido precisa la realización de una serie de supuestos para la incorporación de los fondos del NGEU en las proyecciones macroeconómicas. El principio fundamental por el que se rigen estos supuestos es la naturaleza del ejercicio de proyecciones del Eurosistema. Al ser una labor desarrollada conjuntamente por los distintos bancos centrales nacionales del área del euro y por el BCE, ha de producirse una homogeneización entre países de los criterios empleados para la fijación de los supuestos relativos al NGEU.

En primer lugar, se asume que los recursos procedentes del MRR se distribuirán entre inversión y gasto corriente de las AAPP en 2022 y 2023, en línea con lo incorporado en los PGE para 2021, mientras que los fondos del React-EU lo harán según la evidencia histórica del uso de los fondos estructurales.

En segundo lugar, se supone que la totalidad del gasto corriente anunciado en los PGE se ejecutará en plazo, puesto que este se destinará principalmente a paliar los

efectos de la crisis sanitaria. Por el contrario, se prevé que, en comparación con el anuncio de los PGE, la ejecución de la inversión pública y la concesión de las ayudas a la inversión privada sean más graduales, dado que se trata de proyectos de mayor envergadura, que llevan asociados procesos legales y administrativos que demandan más tiempo y recursos para su puesta en marcha. En particular, las proyecciones incorporan en torno a un 70% del gasto en inversión anunciado para 2021, porcentaje que aumenta gradualmente conforme pasa el tiempo, hasta llegar al 85% en 2023. Todo ello implica que, a lo largo del horizonte de proyección, se ejecute gasto por algo más del 80% de los recursos disponibles en transferencias del NGEU (cerca del 5% del PIB previsto) (véase gráfico 3).

En tercer lugar, se incorporan los efectos de desbordamiento derivados del impulso fiscal simultáneo de otros países del área del euro, según lo anunciado en sus planes presupuestarios. Tanto el Consejo Europeo y como la CE han subrayado la importancia de la coordinación por parte de los EEMM a la hora de diseñar sus planes, para aprovechar sinergias y potenciar sectores estratégicos. Finalmente, en línea con los supuestos técnicos del ejercicio de previsión conjunto del Eurosistema, se impone que el volumen de fondos acumulado a lo largo del horizonte de previsión no varíe entre los distintos escenarios epidemiológicos considerados.

Teniendo en cuenta todos estos supuestos, el cuadro 1 muestra, haciendo uso del Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE)⁸, el impacto macroeconómico del programa NGEU. En concreto, se estima que el crecimiento del PIB podría aumentar en 1,3 pp en 2021 y, adicionalmente, en otros 0,2 pp en el promedio de 2022 y 2023⁹. En estos resultados, está implícito un multiplicador fiscal agregado de 0,9 para el promedio del período 2021-2023 (véase gráfico 4). Esto es resultado de un multiplicador sensiblemente mayor en el caso de la inversión que en el del consumo público (1,1 y 0,6, respectivamente)¹⁰. El menor impulso sobre la actividad en comparación con los planes recogidos en los PGE se debería a los supuestos acerca de un menor grado de

8 Véase A. Arencibia, S. Hurtado, M. de Luis y E. Ortega (2017), *New version of the Quarterly Model of Banco de España (MTBE)*, Documentos de Trabajo, n.º 1709, Banco de España.

9 De estas cuantías, aproximadamente 0,1 pp de PIB cada año serían consecuencia del efecto de desbordamiento del impulso en el resto del área del euro.

10 En el primer año, el efecto multiplicador sobre el PIB se situaría en el 0,9 y 0,3, para el gasto en inversión y corriente, respectivamente, de forma que el multiplicador agregado resultante sería del 0,8.

EL IMPACTO DE LA INICIATIVA NGEU EN LOS ESCENARIOS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (cont.)

absorción de los fondos y un multiplicador fiscal más reducido.

Como se ha señalado, estas estimaciones estarían sujetas a una incertidumbre elevada, lo que sugiere la conveniencia de plantear supuestos alternativos¹¹. En primer lugar, es posible que inicialmente se produzcan demoras transitorias en la ejecución de los proyectos, derivadas de factores tanto a escala europea (el retraso en la entrada en vigor del programa) como nacional (vinculados a las inevitables dificultades iniciales para una coordinación adecuada entre el Estado y las CCAA). En caso de materializarse este tipo de riesgos, el impacto sobre el PIB sería inferior en 2021, si bien se aceleraría a lo largo del horizonte de previsión, hasta alcanzar valores similares a los del escenario central. En este sentido, la cuarta fila del cuadro 1 —supuesto de ejecución tardía— muestra como ejemplo el impacto derivado de un patrón de absorción de recursos en línea con la evidencia histórica de los programas de fondos estructurales europeos.

En segundo lugar, cabe señalar la dificultad para evaluar el impacto del impulso fiscal derivado del uso de los recursos del NGEU sobre el PIB. Por un lado, la literatura empírica y teórica sugiere que, en las condiciones actuales de bajo uso de la capacidad productiva y tipos de interés en niveles históricamente reducidos, los multiplicadores podrían ser más elevados. Por el contrario, si bien la documentación existente describe la distribución planeada por tipo y política de gasto, no se conoce con exactitud el tipo de proyectos que serán financiados. Este hecho, unido al plazo de ejecución tan exigente, podría llevar a que en su

implementación práctica se acabara dando prioridad a proyectos con un menor efecto sobre el producto.

Combinando ambos factores de incertidumbre, un calendario en el que la ejecución de proyectos fuera más tardía no debe valorarse de forma necesariamente negativa, en la medida en que ello puede contribuir a asegurar una mayor calidad de aquellos y, por tanto, un mayor impacto en términos de crecimiento a medio y largo plazo. En todo caso, esas dos fuentes de incertidumbre suponen que el multiplicador puede ser significativamente distinto del considerado en el escenario base. La segunda y tercera filas del cuadro 1 muestran el efecto sobre el producto de considerar multiplicadores situados en los márgenes superior e inferior de la evidencia empírica disponible.

En definitiva, el programa NGEU es una oportunidad única para potenciar la recuperación económica tras la pandemia y al mismo tiempo lograr una transformación estructural de la economía, si bien la maximización de esos efectos dependerá crucialmente de que se logre sacar el mayor partido posible al programa, lo que depende de que los recursos sean asignados mayoritariamente a proyectos con un impacto elevado sobre el capital humano y tecnológico de la economía. De ser así, los multiplicadores del gasto podrían ser mayores que los considerados en los escenarios macroeconómicos. Si a ello se sumara la posibilidad de que las AAPP españolas pudieran absorber la totalidad de los fondos disponibles, el impacto sobre el crecimiento de la economía podría ser más elevado que el incluido en estas proyecciones.

11 El recuadro 9, “El impacto macroeconómico del programa Next Generation EU bajo distintos escenarios alternativos”, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2020, Banco de España, recoge los resultados de un primer conjunto de simulaciones bajo distintos supuestos alternativos.

ENCUESTA A LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS SOBRE LA EVOLUCIÓN DE SU ACTIVIDAD Y SOBRE LA INCIDENCIA DEL COVID-19

El Banco de España ha puesto en marcha una nueva encuesta a empresas de nuestro país con el objetivo de recabar periódicamente información de carácter cualitativo sobre la evolución de la actividad de las sociedades no financieras en el trimestre en curso y sobre las perspectivas a corto plazo¹. En particular, se recopila información sobre la facturación empresarial, el empleo y los precios. Dado el contexto actual, esta primera edición de la encuesta ha incluido, además, algunas preguntas adicionales sobre el impacto de la pandemia en las empresas, las estrategias adoptadas para hacer frente a esos efectos y el grado de utilización de las diferentes medidas de política económica aprobadas para paliar los efectos del Covid-19 sobre la actividad y el empleo.

El cuestionario de la encuesta fue remitido el pasado 4 de noviembre a una amplia muestra potencial, que comprendía un total de 12.494 empresas, de las cuales un 46 % es colaborador habitual de la Central de Balances. Este recuadro recopila las respuestas al cuestionario recibidas hasta el día 19. En conjunto, la colaboración de las empresas encuestadas ha sido muy satisfactoria, habiéndose recibido 4.004 contestaciones válidas, lo que supone una tasa de respuesta del 30,9 %².

En relación con la visión de las empresas acerca de la evolución de su actividad en el cuarto trimestre de este año (véase gráfico 1), un amplio conjunto de ellas ha indicado que el impacto de la crisis sanitaria ha seguido siendo elevado en ese período. Así, casi la mitad (el 48,5 %) de las empresas encuestadas ha declarado que se ha observado un descenso de su facturación en el cuarto trimestre de 2020 con respecto al tercero. Además, la disminución observada ha sido calificada como de magnitud significativa por casi una cuarta parte de la muestra (un 23,9 %). Las perspectivas para el primer trimestre del año próximo continúan sin ser favorables, pues un 45,9 % de las empresas ha señalado que espera una disminución adicional de su facturación en

ese período. En términos de empleo, las empresas encuestadas describen un panorama de mayor estabilidad, de modo que la caída de la actividad no se estaría traduciendo en estos momentos en una destrucción de empleo de una magnitud comparable. En concreto, aunque casi un 25 % de las empresas manifiesta haber reducido su cifra de trabajadores en este trimestre, la mayor parte de las sociedades habría mantenido estable o incluso aumentado levemente su plantilla en ese período. Respecto a las perspectivas para el primer trimestre del próximo año, las empresas anticipan que el tamaño de su fuerza laboral será muy similar al del trimestre actual.

La evaluación que las empresas realizan acerca de su situación presente muestra, como cabría esperar, un grado de heterogeneidad muy elevado por ramas de actividad, dado que estas últimas se han visto afectadas de forma muy distinta por las restricciones introducidas para contener la pandemia, que han perjudicado fundamentalmente a las actividades de servicios en las que el contacto social desempeña un mayor papel. En el gráfico 2 se muestra la evolución, por ramas productivas, de la facturación y del empleo, a partir de un índice construido con las respuestas cualitativas de las empresas³. El gráfico confirma que la actividad y el empleo están evolucionando de forma más negativa en este cuarto trimestre en los servicios más afectados por las medidas de contención, como la hostelería, las actividades de ocio y entretenimiento, y el comercio. En todo caso, aunque con menor intensidad, los descensos de la actividad y del empleo serían mayoritarios en este trimestre en todas las ramas, lo que reflejaría un cierto deterioro de la economía tras el fuerte repunte observado en el período inmediatamente posterior a la desescalada⁴.

Este empeoramiento de la actividad de las empresas, de acuerdo con las respuestas recibidas, estaría teniendo también un reflejo en los precios de venta de sus

-
- 1 En el mes de abril, el artículo analítico *Escenarios macroeconómicos de referencia para la economía española tras el Covid-19* recogió en su recuadro 1 («Encuesta empresarial sobre el impacto de la crisis del Covid-19») los resultados de una encuesta a menor escala, realizada *ad hoc*. La experiencia adquirida con esa encuesta ha sido de gran utilidad para el diseño del proyecto cuyos resultados se presentan en este recuadro.
 - 2 La tasa de respuesta ha sido mayor entre las empresas colaboradoras de la Central de Balances (49 %) que entre las que no lo son hasta la fecha (15,5 %). Por otra parte, esa tasa ha sido bastante uniforme por ramas de actividad.
 - 3 La correspondencia entre las respuestas cualitativas de las empresas y los valores asignados es la siguiente: descenso significativo = -2, descenso leve = -1, estabilidad = 0, aumento leve = 1, aumento significativo = 2. De esta forma, valores negativos del índice señalan que, dentro de la muestra, tienen un mayor peso las empresas que declaran descensos de su actividad o empleo, y en las que estos han sido más intensos.
 - 4 Como se ha indicado para el caso del agregado, las perspectivas por ramas para el primer trimestre de 2021 continuarían sin ser favorables, aunque se suavizarían los descensos de la facturación y del empleo en las ramas de servicios más afectadas en el cuarto trimestre de este año.

ENCUESTA A LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS SOBRE LA EVOLUCIÓN DE SU ACTIVIDAD Y SOBRE LA INCIDENCIA DEL COVID-19 (cont.)

productos, que habrían experimentado descensos (véase gráfico 3)⁵. Esa disminución habría tendido a ser mayor en las ramas más afectadas por la crisis. Además, esta evolución estaría presionando a la baja los márgenes de las empresas, puesto que estas manifiestan que ha tenido lugar un leve aumento del coste de los *inputs* de sus procesos productivos, especialmente en las ramas más

afectadas por el descenso de la actividad. Las expectativas de las sociedades apuntan a una prolongación de la contracción de sus márgenes en el primer trimestre del año próximo.

Aunque el objetivo de la encuesta es recopilar información de carácter principalmente cualitativo, se solicitó

Gráfico 1
EVOLUCIÓN RECIENTE Y PERSPECTIVAS PARA LA ACTIVIDAD Y EL EMPLEO

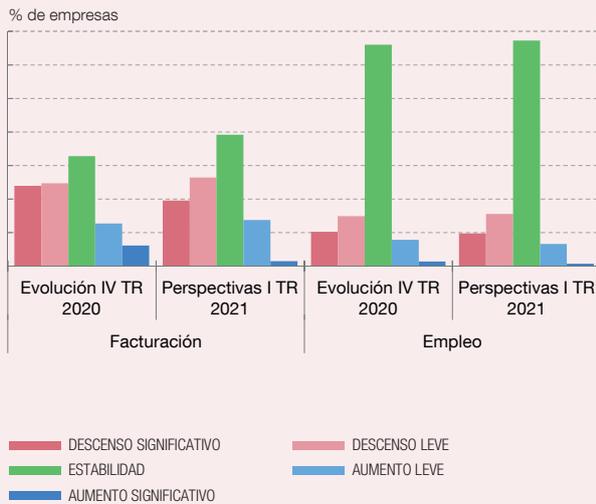


Gráfico 2
EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD Y DEL EMPLEO EN EL CUARTO TRIMESTRE, POR RAMAS

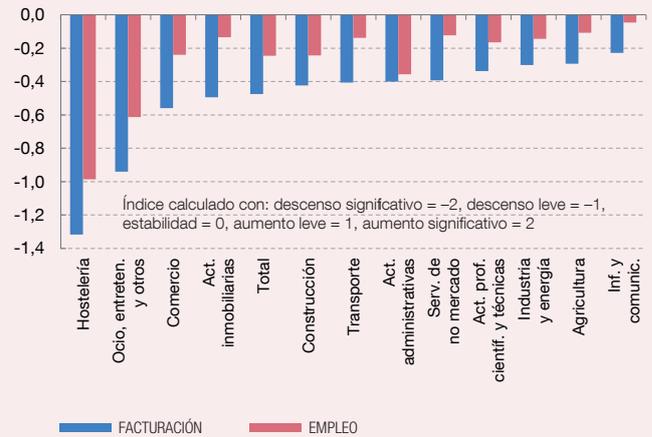


Gráfico 3
EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LOS *INPUTS* Y DEL PRECIO DEL *OUTPUT*

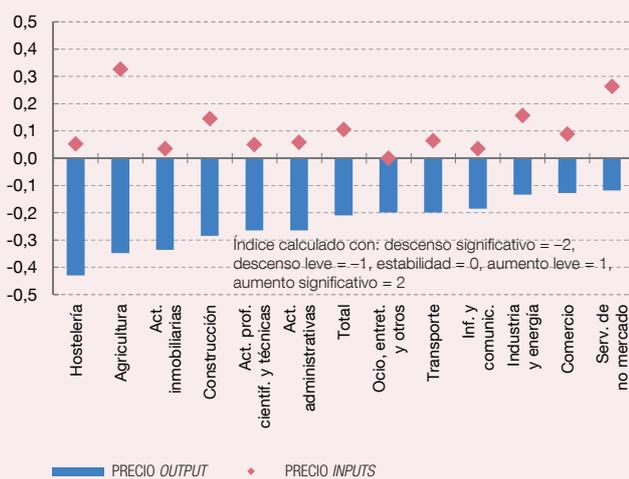
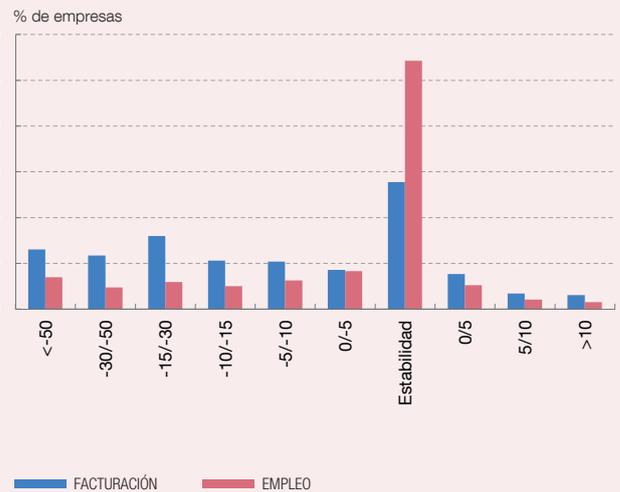


Gráfico 4
EVOLUCIÓN INTERANUAL DE LA FACTURACIÓN Y DEL EMPLEO EN EL CUARTO TRIMESTRE



FUENTE: Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE).

5 Se muestra la evolución de un índice construido de la misma forma que en el caso de la evolución de la actividad.

ENCUESTA A LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS SOBRE LA EVOLUCIÓN DE SU ACTIVIDAD Y SOBRE LA INCIDENCIA DEL COVID-19 (cont.)

adicionalmente a las empresas una estimación de la evolución interanual de su facturación y de su empleo en el cuarto trimestre, al objeto de aproximar cuantitativamente el efecto de la crisis del Covid-19 sobre la actividad empresarial acumulado desde su inicio. El fuerte impacto de la pandemia se traduce en que una proporción muy elevada de sociedades manifiesta estar experimentando descensos interanuales de su facturación a finales de 2020 (véase gráfico 4). Además, la intensidad de las

caídas es muy elevada: un 36,3% de las sociedades declara disminuciones superiores al 15%⁶. El descenso medio para el total de las empresas de la muestra asciende a casi un 10%. De nuevo, la heterogeneidad sectorial es muy elevada (véase gráfico 5), con retrocesos muy cuantiosos en algunas ramas de servicios, como el transporte o las actividades de ocio y entretenimiento, y, sobre todo, la hostelería (donde la caída se acerca, en promedio, al 50%).

Gráfico 5
VARIACIÓN INTERANUAL DE LA FACTURACIÓN Y DEL EMPLEO, POR RAMAS DE ACTIVIDAD

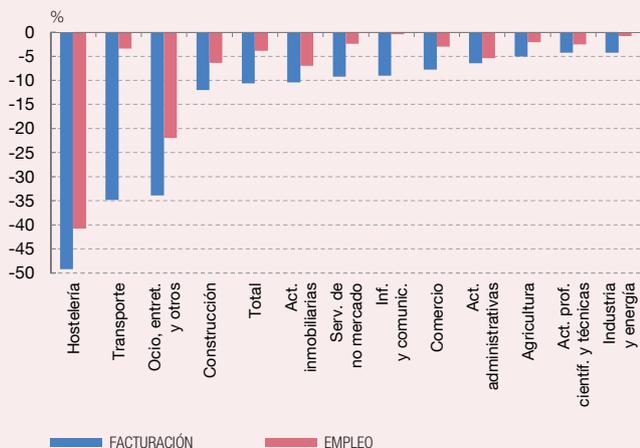


Gráfico 6
FACTORES CONDICIONANTES DE LA ACTIVIDAD EMPRESARIAL
% de empresas que declaran un impacto negativo o muy negativo

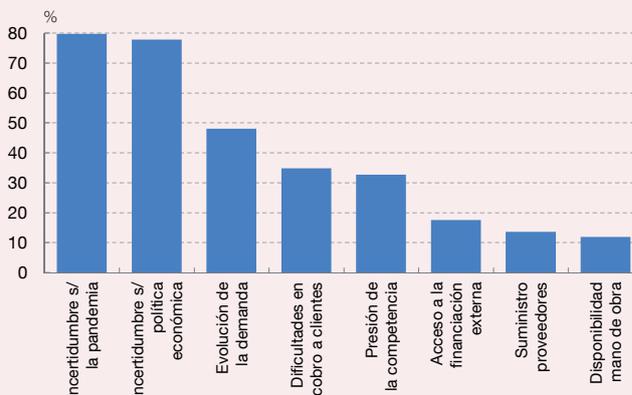


Gráfico 7
FACTORES CONDICIONANTES DE LA ACTIVIDAD EMPRESARIAL
% de empresas que declaran un impacto negativo o muy negativo

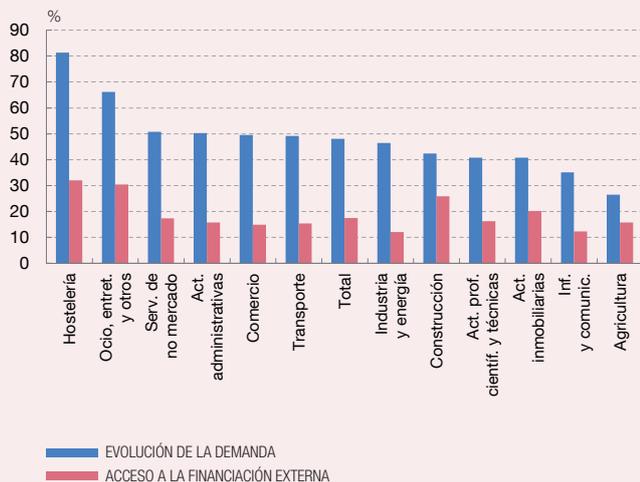
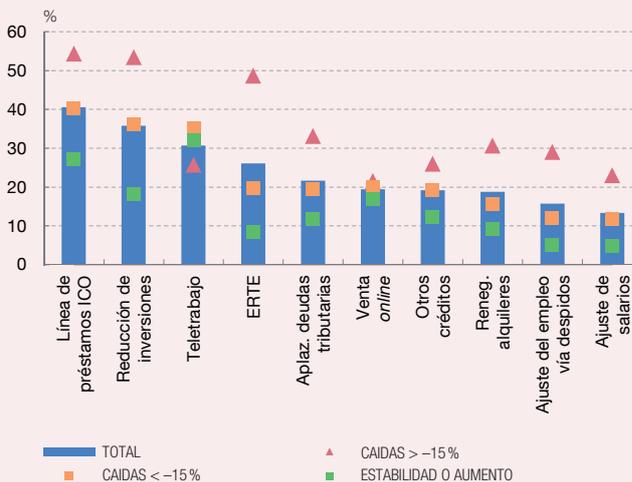


Gráfico 8
MEDIDAS UTILIZADAS EN FUNCIÓN DE LA EVOLUCIÓN DE LA FACTURACIÓN
% de empresas que las consideran relevantes o muy relevantes



FUENTE: Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE).

6 En el caso de la variación interanual, la información solicitada a las empresas tomó la forma de intervalos. Las tasas medias se han calculado con los valores centrales de cada uno de los intervalos considerados.

ENCUESTA A LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS SOBRE LA EVOLUCIÓN DE SU ACTIVIDAD Y SOBRE LA INCIDENCIA DEL COVID-19 (cont.)

Cuando se les pregunta a las empresas por el modo en que la evolución reciente de su actividad se estaría viendo afectada por determinados factores, la mayor parte de ellas apunta al impacto negativo que estaría teniendo la elevada incertidumbre existente tanto sobre el curso de la pandemia como sobre la política económica (véase gráfico 6)⁷. El segundo factor mencionado por las empresas con mayor frecuencia como determinante de la caída reciente de su actividad es la disminución de la demanda de sus productos. En este último caso, como cabría esperar, la heterogeneidad sectorial es, de nuevo, muy elevada, de modo que la relevancia de este factor es mayor en los servicios que, por los motivos expuestos con anterioridad, se han visto más afectados por la crisis. Por otro lado, el acceso a la financiación externa estaría condicionando la actividad para una proporción de empresas comparativamente más reducida, incluso en las ramas más perjudicadas por el Covid-19 (véase gráfico 7). Este resultado podría estar apuntando a un funcionamiento apropiado de los mecanismos de garantías crediticias públicas puestos en marcha tras el estallido de la crisis, si bien la proporción relativamente elevada de empresas que, dentro de algunos sectores, mencionan este factor como un condicionante adverso de su actividad productiva sugiere que no todas ellas han logrado solventar plenamente sus necesidades de recursos financieros.

Finalmente, la encuesta interroga también a las empresas acerca de la utilización de distintas vías de actuación para paliar los efectos de la crisis (véase gráfico 8). Según las

respuestas recibidas, los mecanismos a los que se ha recurrido con mayor frecuencia han sido el acceso a los préstamos avalados por el Instituto de Crédito Oficial (ICO), la reducción de sus inversiones, el fomento del teletrabajo y la formulación de expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE). El recurso a varios de estos instrumentos está correlacionado con el impacto de la crisis, de forma que las empresas han hecho un uso más frecuente de ellos cuanto mayor ha sido el descenso de su facturación. Este es el caso de los préstamos ICO, la disminución de la inversión o los ERTE. Asimismo, también se detecta un mayor uso de las medidas de ajuste de los costes laborales, como las reducciones de plantilla o los ajustes salariales, en las empresas en peor situación económica, aunque, en conjunto, la utilización de estas herramientas ha sido comparativamente menor hasta la fecha. En cambio, no existe una relación entre la evolución de la facturación de las empresas y el grado de aumento del teletrabajo o de la explotación de canales de venta *online*.

En el futuro, la encuesta será llevada a cabo de manera periódica. La disponibilidad de series temporales de sus resultados proporcionará una valiosa fuente de información acerca de la evolución de la actividad empresarial desde una perspectiva sectorial, que, en la construcción de los ejercicios de proyecciones macroeconómicas de la economía española, contribuirá sobre todo a perfilar los desarrollos económicos de corto plazo, pero también a identificar tendencias a horizontes temporales mayores.

7 La presencia de una elevada incertidumbre, que puede afectar a diferentes decisiones de las empresas, también se detecta en las respuestas a la pregunta acerca del momento en el que esperan recuperar el nivel de actividad previo a la pandemia. En concreto, la incertidumbre se manifiesta en que, de la elevada proporción de empresas que no esperan que ello ocurra este año (el 82,5%), la mayoría de ellas no se atreve a poner fecha a tal recuperación.