

**Descripción de los escenarios**

Este recuadro describe los rasgos más destacados de la actualización más reciente de los escenarios macroeconómicos del Banco de España para la economía española. Con respecto a los anteriores, publicados el pasado 8 de junio<sup>1</sup>, los escenarios actuales incorporan la nueva información conocida desde entonces, lo que incluye las estimaciones preliminares de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) para el segundo trimestre del año y los cambios observados en los supuestos técnicos que subyacen a la construcción de los escenarios (véase el anejo 1)<sup>2</sup>.

La pandemia de Covid-19 y las medidas puestas en marcha por las autoridades para contener la emergencia sanitaria han dado lugar a una profunda contracción de la actividad en las distintas economías mundiales en el primer semestre del año. En el ámbito de las economías avanzadas, España es uno de los países en los que la caída del producto ha sido más grave, al alcanzar, en ese período, el 22,7 % en términos acumulados. El levantamiento gradual de las restricciones a la movilidad y de las limitaciones a la actividad en numerosas ramas productivas entre comienzos de mayo y finales de junio (hasta alcanzarse la denominada «nueva normalidad») hizo que el producto de la economía española presentara un perfil de recuperación en el transcurso del segundo trimestre, lo que no impidió que el PIB registrara, según las estimaciones preliminares del Instituto Nacional de Estadística, un descenso muy pronunciado en el conjunto de este, del 18,5 % en términos intertrimestrales. Esta tasa se situó aproximadamente en el punto medio del intervalo estimado por el Banco de España en los dos escenarios publicados en junio, denominados «de recuperación temprana» y «de recuperación gradual»<sup>3</sup>.

En este último escenario se proyectaba que, al final de la desescalada, en el último tramo de junio, la mejora progresiva de la actividad hubiera llevado a que el nivel de

esta se situara en torno a un 12 % por debajo del que se habría observado en esas fechas en ausencia de Covid-19. La información disponible apunta a que la evolución de la economía habría sido algo más favorable al final del segundo trimestre, lo que habría proporcionado, de cara al tercero, un punto de partida también algo más propicio que el contemplado en el escenario de recuperación gradual de junio.

Sin embargo, como se describe en el epígrafe 4 de este Informe, la información de la que se dispone apunta a un cierto debilitamiento del ritmo de recuperación de la actividad a lo largo de los meses de verano, coincidiendo con los desarrollos epidemiológicos adversos observados en ese período, que han requerido la reintroducción de algunas medidas de contención y, en particular, han comportado consecuencias adversas para la actividad en las ramas ligadas al turismo<sup>4</sup>.

La formulación de las proyecciones de evolución del PIB del tercer trimestre está basada en la información coyuntural disponible referida al comportamiento de la actividad en las distintas ramas productivas (lo que, en particular, incluye los datos relativos a la afiliación efectiva hasta finales de agosto<sup>5</sup>, junto con los de un conjunto de indicadores de alta frecuencia). En el caso concreto del comercio minorista, la calibración de la actividad se ha realizado a partir de la evolución de los pagos realizados con tarjetas y, en el de las ramas vinculadas al sector turístico, junto con las fuentes de datos de frecuencia mensual habituales, disponibles hasta julio, se ha hecho uso de información procedente del propio sector relativa a la evolución observada a lo largo del resto del verano y a las perspectivas para el final del trimestre.

No obstante, en la fecha de cierre de este Informe, la limitada información disponible resulta insuficiente para proporcionar una cuantificación precisa de la magnitud del debilitamiento reciente, lo que, junto con la incertidumbre acerca de la evolución epidemiológica en el

1 *Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2020-2022): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de junio de 2020.*

2 Las proyecciones de junio estaban basadas en la información disponible hasta el 25 de mayo. En el ejercicio actual, la fecha de cierre es el 10 de septiembre, excepto para los datos referidos a los mercados de exportación y a los precios de los competidores en su moneda nacional, que se han tomado de las *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2020*, que emplean información hasta el 27 de agosto.

3 En concreto, en esos escenarios se proyectaban caídas intertrimestrales del PIB del segundo trimestre del 16 % y el 21,8 %, respectivamente.

4 Véase el recuadro 8, «Evolución reciente del turismo extranjero en España», de este Informe.

5 La afiliación efectiva a la Seguridad Social se define como la diferencia entre la afiliación total y la cifra de trabajadores afectados por expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE). Véase el recuadro 4, «El proceso de desescalada de las medidas de contención de la pandemia y el mercado de trabajo: una perspectiva provincial», del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 2/2020, Banco de España.

último tramo de septiembre, aconseja la formulación de dos escenarios alternativos para el tercer trimestre (cada uno de los cuales constituye el punto de partida de un escenario diferenciado a lo largo de todo el horizonte de proyección). Estos dos escenarios alternativos proporcionan una horquilla para el crecimiento del PIB en el tercer trimestre comprendida entre el -9,5 % y el -12,3 % en tasa interanual (que se corresponden con avances intertrimestrales del 16,6 % y el 13 %, respectivamente)<sup>6</sup>.

Más allá del corto plazo, ambos escenarios comparten el supuesto de que la necesidad de aplicación de medidas de contención de la pandemia desaparecerá hacia mediados de 2021, como resultado de la eventual distribución de una solución médica efectiva, en forma de vacuna o tratamiento. Sin embargo, la diferencia en los supuestos acerca de la evolución epidemiológica en tanto no se disponga de dicha solución médica determina que el PIB siga trayectorias diferenciadas en los dos escenarios contemplados en este ejercicio de proyecciones.

En concreto, los supuestos epidemiológicos que subyacen al escenario 1 son similares a los del escenario de recuperación gradual presentado en junio, en la medida en que se contempla la aparición de nuevos brotes que, sin embargo, requerirán solamente de medidas de contención de ámbito limitado, desde el punto de vista tanto geográfico como de las ramas afectadas, por lo que causarían alteraciones adicionales relativamente limitadas de la actividad económica. En particular, se considera que las consecuencias de estas medidas de contención afectarían de forma directa a las ramas vinculadas al ocio y la hostelería (y, desde el punto de vista de la demanda, al turismo) e indirectamente al resto de las ramas productivas, a través de los efectos arrastre.

El escenario 2 contempla una mayor intensidad de los nuevos brotes de la pandemia, que, sin embargo, no llegarían a precisar de la aplicación de medidas de contención tan estrictas y generalizadas como las que estuvieron en vigor antes del inicio de la desescalada, pero sí de limitaciones que, además de perjudicar con mayor intensidad a la actividad de las ramas de servicios en las que la interacción social desempeña un papel más importante, afectarán también de forma directa a otras

ramas productivas. El resultado es un impacto contractivo de la crisis sanitaria sobre la producción más agudo y persistente que el contemplado en el escenario 1, no solo por los efectos de las restricciones a la actividad, sino también por el mayor lastre que, para las decisiones de gasto de familias y empresas, supone el grado de incertidumbre más elevado acerca de la evolución de la pandemia.

La disponibilidad de una solución médica efectiva frente al Covid-19 tras el segundo trimestre de 2021 permitiría levantar las posibles medidas de contención que se mantuviesen activas hasta entonces. Ello daría pie a una mejora de la actividad a partir de ese momento, más pronunciada en el escenario 2, en consonancia con la mayor intensidad de los nuevos brotes de la pandemia que se habrían producido hasta entonces en dicho escenario, lo que habría dado lugar, a su vez, a pérdidas de producto más acusadas.

No obstante, la eliminación definitiva de las limitaciones al normal desarrollo de la actividad económica no supondría en ninguno de los dos casos un retorno inmediato a los niveles de PIB previos a la pandemia. Ello es consecuencia de las huellas persistentes que cabe esperar que la crisis deje en el potencial productivo de la economía. El *stock* de capital disponible se verá afectado por la desaparición de la parte del tejido empresarial cuya viabilidad se vea comprometida por la crisis, sin que las medidas puestas en marcha para favorecer la liquidez empresarial puedan evitar que, en determinados casos, se materialice una situación de insolvencia. Asimismo, cabe esperar que, en paralelo, se produzca un cierto aumento del desempleo de larga duración, a pesar del recurso a los ERTE y a los programas de cese de actividad de los trabajadores autónomos. El impacto de la crisis sobre la productividad total de los factores es más incierto, en la medida en que los posibles efectos adversos derivados de las distorsiones en las cadenas de suministros pueden verse contrarrestados por los incentivos que la crisis pueda proporcionar para la reasignación de recursos, tanto entre empresas del mismo sector como entre distintos sectores, y para una incorporación al proceso productivo de tecnologías más avanzadas. En todo caso, los daños a la capacidad productiva de la economía serían más

6 La evolución reciente tanto de los indicadores epidemiológicos como de los de actividad económica conduce a descartar la materialización en el tercer trimestre del año del escenario de recuperación temprana, en el que se proyectaba un retroceso interanual del PIB del 7,3 % para ese período. Además, los desarrollos más recientes parecen descartar también a partir del cuarto trimestre una evolución epidemiológica tan favorable como la que subyace a ese escenario, en la que no sería necesario introducir limitación alguna más allá de las que caracterizaban la «nueva normalidad».

marcados en el escenario 2, dada la intensidad comparativamente mayor de las medidas de limitación de la actividad, que se mantendrían, como se ha detallado, hasta mediados del año próximo.

Como consecuencia de todo ello, el PIB de la economía española mostrará un marcado retroceso en 2020, que está estrechamente ligado al confinamiento decretado en marzo y que, por tanto, se ha concentrado en el primer semestre del año. El repunte de la actividad que se inició al final del segundo trimestre y se ha prolongado a lo largo del tercero dará paso a crecimientos del producto más modestos en el resto del horizonte de proyección. En todo caso, la normalización del nivel de actividad será incompleta, por lo que, al término de 2022, este sería inferior al observado antes de la pandemia en los dos escenarios considerados.

En el escenario 1, el producto de la economía registraría un descenso del -10,5 % en media anual en 2020, caída que se ampliaría hasta el -12,6 % en caso de materializarse la situación epidemiológica más desfavorable que subyace a la construcción del escenario 2 (véase cuadro 1). La fuerte recuperación de la actividad en el segundo semestre de este año ejercerá un efecto arrastre positivo muy potente sobre la tasa media de crecimiento del PIB en 2021, que sería elevada, sobre todo, en el escenario 1 (7,3 %). Esa tasa sería más moderada en el escenario 2 (4,1 %), como consecuencia tanto del menor tamaño del efecto arrastre como de la mayor incidencia de la pandemia hasta mediados del próximo año. La continuación de la recuperación daría lugar a avances más modestos de la actividad en 2022 (del 1,9 % y el 3,3 %, respectivamente, en cada uno de los dos escenarios considerados). Al final del período de proyección, el nivel del PIB se situaría unos 2 puntos porcentuales (pp) por debajo del nivel previo a la crisis en el escenario 1, brecha que se ampliaría hasta algo más de 6 pp en el escenario 2 (véase gráfico 1).

Cabe señalar que estos escenarios no incorporan los efectos del programa europeo de recuperación *Next Generation EU* (NGEU), que podrían llegar a ser potencialmente relevantes en función del sentido en el

que se despejen algunos de los interrogantes sobre su ejecución práctica. Precisamente, la falta de definición de los detalles de la aplicación del programa hace que esos efectos estén, en estos momentos, rodeados de una incertidumbre muy elevada, en términos tanto de su magnitud como de su distribución temporal, lo que ha aconsejado que no se incluyan en los dos escenarios que se presentan en este recuadro<sup>7</sup>.

En comparación con el escenario de recuperación gradual planteado en junio, los cambios en los supuestos externos tienen un efecto globalmente negativo sobre las proyecciones de crecimiento del producto. Ello es consecuencia, principalmente, del encarecimiento del petróleo, la apreciación del tipo de cambio del euro y la evolución algo menos favorable de los mercados exteriores en 2021 y 2022 (en particular bajo el escenario 2)<sup>8</sup>. En sentido contrario, las nuevas actuaciones de política económica desde la publicación de los escenarios de junio darían lugar, por sí solas, a una revisión al alza de las perspectivas de evolución de la actividad. Estas nuevas medidas incluyen, en concreto, la extensión al tercer trimestre del año de la regulación de los ERTE y la recalibración del Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés)<sup>9</sup> del Banco Central Europeo (BCE). Por su parte, los datos provisionales de la CNTR del segundo trimestre del año dan pie, mecánicamente, a un aumento del crecimiento medio del PIB en 2020.

La conjunción de todos estos factores de distinta orientación, junto con los supuestos relativos a la evolución de la pandemia, más desfavorables en el caso del escenario 2 que en el del 1, da lugar a que este año la revisión global del avance del PIB con respecto al escenario de recuperación gradual de junio presente un signo diferente en cada caso, ascendiendo, respectivamente, a 1,1 pp y -1 pp. En los dos años restantes del horizonte de proyección, los cambios en las tasas medias de crecimiento del PIB en comparación con el escenario previo de recuperación gradual ascienden a -1,8 pp y -0,2 pp en el caso del escenario 1 y a -5 pp y 1,2 pp en el del escenario 2.

7 El recuadro 9 («El impacto macroeconómico del programa *Next Generation EU* bajo distintos escenarios alternativos») de este Informe detalla las diferentes fuentes de incertidumbre acerca de la definición precisa de los distintos elementos del programa y evalúa, con ayuda del Modelo Trimestral del Banco de España, el posible impacto final del programa sobre la actividad en función del sentido en que se despejen tales interrogantes.

8 La evolución de los mercados de exportación de España en cada uno de los escenarios se ha construido tomando como referencia los escenarios construidos por el BCE en el marco de sus proyecciones de septiembre.

9 En su reunión de los días 3 y 4 de junio, el Consejo de Gobierno del BCE acordó aumentar el tamaño del PEPP en 600 mm de euros, extender el horizonte de las compras al menos hasta el final de junio de 2021 y anunciar la reinversión hasta al menos el final de 2022 de los activos cuyo vencimiento vaya produciéndose.

Recuadro 1

**ESCENARIOS MACROECONÓMICOS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2020-2022) (cont.)**

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

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

|  | Proyecciones de septiembre de 2020 |             |       |       |       |             |       | Previsiones de junio de 2020 |                      |       |  |
|--|------------------------------------|-------------|-------|-------|-------|-------------|-------|------------------------------|----------------------|-------|--|
|  | 2019                               | Escenario 1 |       |       |       | Escenario 2 |       |                              | Recuperación gradual |       |  |
|  |                                    | 2020        | 2021  | 2022  | 2020  | 2021        | 2022  | 2020                         | 2021                 | 2022  |  |
| PIB  | 2,0                                | -10,5       | 7,3   | 1,9   | -12,6 | 4,1         | 3,3   | -11,6                        | 9,1                  | 2,1   |  |
| Consumo privado  | 1,1                                | -11,2       | 9,4   | 1,7   | -13,1 | 5,5         | 3,2   | -11,2                        | 11,2                 | 1,6   |  |
| Consumo público  | 2,3                                | 5,4         | -1,3  | -0,1  | 5,6   | -1,2        | -0,5  | 4,6                          | -1,5                 | 0,8   |  |
| Formación bruta de capital fijo  | 1,8                                | -19,5       | 6,0   | 5,3   | -21,9 | 2,4         | 6,5   | -26,5                        | 7,4                  | 7,1   |  |
| Exportación de bienes y servicios                                      | 2,6                                | -20,7       | 11,5  | 6,2   | -25,2 | 7,4         | 8,0   | -21,9                        | 18,5                 | 7,7   |  |
| Importación de bienes y servicios                                      | 1,2                                | -18,7       | 8,4   | 6,6   | -22,0 | 4,9         | 7,3   | -21,5                        | 14,0                 | 9,1   |  |
| Demanda nacional (contribución al crecimiento)                         | 1,5                                | -9,3        | 6,2   | 1,8   | -10,9 | 3,3         | 2,9   | -10,8                        | 7,4                  | 2,2   |  |
| Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)                    | 0,5                                | -1,2        | 1,1   | 0,1   | -1,7  | 0,8         | 0,4   | -0,8                         | 1,7                  | -0,1  |  |
| Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)                         | 0,8                                | -0,2        | 1,0   | 1,2   | -0,3  | 0,8         | 1,1   | -0,2                         | 1,2                  | 1,5   |  |
| Índice armonizado de precios de consumo, sin energía ni alimentos      | 1,1                                | 0,7         | 0,8   | 1,0   | 0,6   | 0,5         | 0,8   | 0,8                          | 1,0                  | 1,1   |  |
| Empleo (horas trabajadas)  | 1,5                                | -11,9       | 7,0   | 1,6   | -14,1 | 3,8         | 2,7   | -12,6                        | 8,5                  | 2,3   |  |
| Tasa de paro (% de la población activa) (b)                            | 14,1                               | 17,1        | 19,4  | 18,2  | 18,6  | 22,1        | 20,2  | 19,6                         | 18,8                 | 17,4  |  |
| Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB) | 2,3                                | 1,7         | 2,1   | 2,1   | 1,1   | 1,3         | 1,5   | 2,3                          | 3,5                  | 3,0   |  |
| Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)  | -2,8                               | -10,8       | -7,0  | -5,8  | -12,1 | -9,9        | -8,2  | -11,2                        | -6,8                 | -6,1  |  |
| Deuda de las AAPP (% del PIB)  | 95,5                               | 116,8       | 115,4 | 118,0 | 120,6 | 125,6       | 128,7 | 119,3                        | 115,9                | 118,7 |  |

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

**a** Fecha de cierre de las proyecciones: 10 de septiembre de 2020.  
**b** Media anual.

**Gráfico 1**  
EVOLUCIÓN DEL PIB EN LOS DIFERENTES ESCENARIOS

PIB REAL. NIVEL (IV TR 2019 = 100)



**FUENTES:** Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

**ESCENARIOS MACROECONÓMICOS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2020-2022) (cont.)**

La capacidad informativa de las comparaciones entre las tasas medias de crecimiento del PIB en 2020 en los escenarios de junio y en los actuales se ve mermada por la confluencia de, por un lado, el hecho de que la estimación preliminar del crecimiento del PIB en el segundo trimestre (-18,5% en tasa intertrimestral) quedara situada en un punto intermedio entre las estimaciones de los escenarios de recuperación temprana (RT) y gradual (RG) de hace tres meses (-16% y -21,8%, respectivamente) y, por otro, el empeoramiento de las perspectivas para el tramo final del año. Para arrojar luz sobre esa comparación, es útil analizar las sendas completas de las tasas interanuales de los distintos trimestres.

Como se puede observar en el gráfico 2, el escenario RT de junio ha quedado ya descartado, tanto porque la pérdida interanual de producción en el segundo trimestre fue mayor que la proyectada entonces como por la evolución más desfavorable en el tercer trimestre y el empeoramiento de perspectivas para el cuarto.

Con respecto al escenario RG de junio, la caída interanual del PIB del segundo trimestre fue menor, lo que proporciona un punto de partida más favorable. Ahora bien, como resultado de la información conocida del tercer trimestre, la mejora de la tasa interanual es menor de lo que se esperaba en junio<sup>10</sup>. Esto es, entre el segundo

y el tercer trimestre de este año, la pendiente de la línea azul continua del gráfico (escenario RG) es mayor que la de las líneas rojas discontinua y continua (escenarios 1 y 2 actuales, respectivamente). Como resultado, la tasa interanual proyectada en junio en el escenario RG en el tercer trimestre (-11,2%) queda ahora comprendida dentro del intervalo definido por los dos escenarios actuales (-9,5% y -12,3%, respectivamente).

Para el cuarto trimestre, de nuevo la mejora de la tasa interanual proyectada en los dos escenarios actuales es menor que la del escenario RG de junio, dado el empeoramiento reciente de las perspectivas. El resultado es que la pérdida interanual de producción en el cuarto trimestre en el escenario actual más favorable —esto es, el escenario 1— es similar a la que se esperaba en junio en el escenario RG (mientras que es claramente más elevada en el escenario 2).

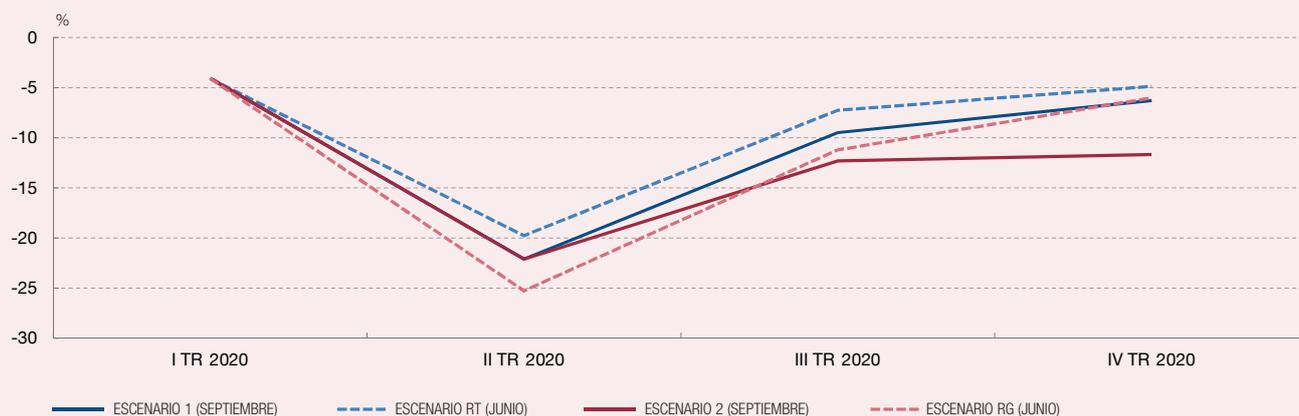
Este peor punto de partida de finales de 2020 determina que, en cualquiera de los dos escenarios actuales, el crecimiento medio esperado en 2021 sea menor que el contemplado en el escenario RG de junio.

**Evolución de los principales agregados**

Los distintos componentes de la demanda, tanto interna como externa, se están viendo intensamente afectados por

Gráfico 2  
COMPARACIÓN DE LOS ESCENARIOS ACTUALES PARA 2020 CON LOS DE JUNIO

PIB REAL. TASAS INTERANUALES



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

10 En concreto, en el escenario RG se proyectaba una mejora de la tasa interanual entre el segundo y el tercer trimestre de 14,1 pp (del -25,3% al -11,2%). En el actual escenario 1, esa mejora es de 12,6 pp (del -22,1% al -9,5%), mientras que en el 2 es de 9,8 pp (del -22,1% al -12,3%).

la crisis (con la excepción del consumo y la inversión públicos), lo que dará lugar a caídas muy pronunciadas de estos agregados en el conjunto de 2020 (véase cuadro 1). Este comportamiento en el promedio del año es el resultado del carácter parcial de la recuperación de los niveles de las distintas variables en el segundo semestre, tras las profundas contracciones observadas en el primero.

El consumo privado experimentó un retroceso muy intenso durante el período de vigencia del estado de alarma; destaca la disminución del gasto en las partidas más directamente afectadas por las medidas de contención, como las relacionadas con la restauración, la hostelería y el ocio, pero también en bienes de consumo duradero (en particular, automóviles). En todo caso, el retroceso del gasto de los hogares no respondió solo a las dificultades que el confinamiento impuso para la adquisición de bienes y servicios no esenciales, sino también al aumento de la incertidumbre acerca de las perspectivas económicas, que se reflejó en un profundo descenso de la confianza de los consumidores. En un contexto en el que las políticas económicas han contribuido al sostenimiento de las rentas de los hogares (en especial, a través de la figura de los ERTE), ambos factores —las restricciones a la movilidad y la mayor incertidumbre— dieron lugar a un fuerte aumento de la tasa de ahorro en el segundo trimestre (de carácter forzoso en el primer caso y precautorio en el segundo).

Desde el final del segundo trimestre, el consumo privado se ha visto impulsado por la materialización de las decisiones de compra pospuestas durante el confinamiento y por determinadas medidas, como las ayudas a las familias en situación vulnerable o a la compra de coches. En un futuro, el gasto de los hogares tenderá a verse apoyado por el descenso gradual de la incertidumbre acerca de la evolución de la situación sanitaria, particularmente en el escenario 1. Sin embargo, los repuntes del gasto se verán limitados por el carácter progresivo e incompleto de la recuperación del mercado de trabajo y el menor soporte otorgado por las Administraciones Públicas (AAPP) a las rentas de los hogares —de acuerdo con los supuestos incluidos en el ejercicio—. En este contexto, los hogares mantendrán en el medio plazo niveles de ahorro por motivo de precaución superiores a los observados antes de la crisis, aunque sustancialmente más reducidos que los alcanzados en el segundo trimestre de 2020.

La inversión en vivienda ha acusado de modo significativo el impacto del Covid-19 por diversas vías. Por un lado, el

confinamiento introdujo, entre marzo y junio, limitaciones tanto a la actividad de las ramas de la construcción como a las operaciones de compraventa. Por otro lado, la demanda de vivienda se habría visto afectada, de manera más duradera, por el aumento de la incertidumbre y, en particular, por el debilitamiento de las expectativas de renta futura de los hogares como consecuencia del deterioro de las perspectivas del mercado de trabajo. En la segunda mitad del año se espera un incremento de la inversión en vivienda asociado a la progresiva normalización de las cifras de compraventas e iniciaciones de vivienda, una vez levantadas las restricciones a la movilidad, así como a la materialización de algunas decisiones de compra postergadas por el confinamiento. No obstante, la recuperación será incompleta, particularmente mientras persista el actual contexto de incertidumbre.

La caída de la inversión de las sociedades no financieras será más acusada que la del PIB en 2020. Este retroceso, que probablemente presentará un grado elevado de heterogeneidad por ramas de actividad, estaría en consonancia con el fuerte descenso de la demanda final y con el contexto de notable incertidumbre acerca de la evolución futura de esta variable, elevada holgura en el grado de utilización de la capacidad productiva actualmente instalada y deterioro de la posición de liquidez del sector. Este último factor ha requerido, en los últimos meses, un elevado recurso al endeudamiento, como consecuencia del cual cabe esperar que el sector empresarial emerja de la crisis con un deterioro significativo de su posición patrimonial. No obstante, una parte del incremento de la deuda no ha sido destinado a cubrir las necesidades más inmediatas de liquidez, sino a la acumulación de activos que permitan atender hipotéticas necesidades futuras, dado el contexto de incertidumbre. En la medida en que esta comience a disiparse a mediados de 2021, el endeudamiento de las empresas constituirá, en términos agregados, un obstáculo algo menos relevante para la realización de su gasto de inversión. Dado que, en el escenario 2, las medidas de contención de la pandemia presentarán una intensidad y una persistencia comparativamente mayores, la recuperación de la inversión empresarial será más lenta e incompleta en este caso. Al final del horizonte de proyección, el nivel de inversión empresarial sería aún, en ambos escenarios, inferior al previo a la crisis sanitaria.

Las dificultades para el traslado de mercancías en la fase de confinamiento y, sobre todo, las limitaciones a los movimientos de personas a las que ha dado lugar la

pandemia se traducirán en un ajuste muy severo de las exportaciones de bienes y servicios en 2020, que será particularmente pronunciado en los componentes de turismo y servicios de transporte, directamente afectados por las restricciones a la movilidad. En este sentido, el repunte de contagios en nuestro país a lo largo del verano, junto con las limitaciones a los viajes a España que han impuesto durante estos últimos meses las autoridades de numerosos países emisores de turistas, incluyendo los principales mercados europeos, está retrasando las perspectivas de recuperación de las exportaciones turísticas, especialmente en el escenario 2, en consonancia con la evolución más adversa de la epidemia y la consiguiente necesidad de medidas más severas de contención que en él se asumen en comparación con el escenario 1. En ambos escenarios se considera que no se produciría una recuperación completa de los flujos turísticos hasta la parte final del horizonte de proyección.

La alteración de los flujos de intercambios internacionales de bienes y servicios afectará también a las importaciones, que se espera que, sobre todo en la primera mitad del horizonte de proyección, presenten un retroceso algo mayor que las ventas al resto del mundo. Ello se debe al comportamiento comparativamente más desfavorable de la demanda en España en relación con la de sus principales socios comerciales, incluida, en particular, el resto del área del euro. El elevado retroceso de las importaciones se debe 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. Además, en línea con lo que se observa en la vertiente exportadora, el flujo de turistas españoles hacia el resto del mundo se verá también limitado por la crisis sanitaria y, particularmente en el corto plazo, por las limitaciones impuestas por algunos países a los viajeros procedentes de España.

La pandemia está teniendo un impacto muy importante sobre el mercado laboral y, en especial, sobre la ocupación en las ramas productivas 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 al cese de actividad de los trabajadores autónomos, por lo que el volumen total de horas

trabajadas constituye una variable más apropiada que el número de personas ocupadas para proporcionar una imagen fiel de la evolución de la utilización de este factor productivo y proyectar su evolución en el futuro. En el segundo trimestre, las horas trabajadas se contrajeron con mayor intensidad que el número de ocupados, dado que muchos de ellos continuaron siendo contabilizados como tales, pero trabajaron un número muy inferior de horas o incluso ninguna. Esta evolución habría revertido con posterioridad, a medida que una proporción creciente de trabajadores ha ido retornando a un patrón laboral de normalidad. El inicio de la recuperación, a partir del tercer trimestre<sup>11</sup>, de la cifra total de horas trabajadas no impedirá que, en el promedio de 2020, esta variable experimente un descenso pronunciado, que ascendería al -11,9% y al -14,1%, respectivamente, en los escenarios 1 y 2. El repunte de las horas trabajadas proseguiría a lo largo del resto del horizonte de proyección, a pesar de lo cual, al final de 2022, el número de horas trabajadas totales sería aún un 4,5% y un 8,3% inferior al previo al Covid-19 en los escenarios 1 y 2, respectivamente.

En términos de la ocupación efectiva en personas, las cifras de afiliación a la Seguridad Social han moderado significativamente sus descensos interanuales en los meses de verano, al tiempo que el número de trabajadores afectados por ERTE se ha reducido sensiblemente desde los máximos de abril, como se detalla en el epígrafe 4 de este Informe. En los próximos trimestres, el ritmo de mejora de la ocupación se verá atenuado, en consonancia con la evolución proyectada de la actividad, y, en todo caso, mostrará una evolución muy heterogénea entre las distintas ramas de la economía<sup>12</sup>. Por otro lado, los fenómenos de histéresis en el mercado de trabajo se verán atenuados (especialmente en el escenario 1) por los efectos de las políticas públicas, tanto por lo que respecta a los esquemas de mantenimiento del empleo a corto plazo como a las medidas destinadas a facilitar liquidez a las empresas.

En el segundo trimestre del año, la tasa de desempleo experimentó un aumento menos pronunciado del que cabría haber esperado a tenor de la evolución del paro registrado, en un contexto de un descenso significativo de la población activa, que, con elevada probabilidad, se habría debido a un efecto estadístico por el que un amplio contingente de trabajadores que perdieron su empleo habría sido clasificado como personas inactivas, dada la

11 En realidad, si se dispusiera de datos de frecuencia mensual, se observaría que la recuperación de las horas trabajadas comenzó en mayo, con el inicio de la desescalada.

12 Véase el recuadro 7 («La recuperación del empleo en los últimos meses: una perspectiva provincial y sectorial») de este Informe.

ausencia de oportunidades de búsqueda activa de un puesto de trabajo durante el tiempo de confinamiento. En el período de proyección se asume que esta disminución de la población activa revierte gradualmente. Dadas las sendas proyectadas para esta variable y para el empleo, la tasa de paro aumentaría significativamente este año (hasta el 17,1 % de la población activa en el escenario 1 y hasta el 18,6 % en el escenario 2) y también en 2021, antes de comenzar a descender en 2022 (período en el que, en media anual, se situaría en el 18,2 % y el 20,2 % en un escenario y otro).

El transcurso de la epidemia ha venido acompañado de alteraciones significativas en la evolución de los precios de consumo. El IAPC ha experimentado una desaceleración notable, que inicialmente vino asociada, sobre todo, al componente energético, como consecuencia de la caída del precio del petróleo, pero que más tarde ha sido muy visible en términos del componente subyacente, lo que apunta a la prevalencia de la debilidad de la demanda como factor explicativo fundamental de la evolución reciente de la inflación (frente a las dificultades de oferta, que se habrían manifestado en forma de aumentos de precios solo de manera transitoria sobre el componente de alimentos). En concreto, en la disminución de la tasa de inflación subyacente ha desempeñado un papel muy relevante la ralentización de las partidas ligadas a la actividad turística, en las que la caída de la demanda ha sido particularmente acusada. Para el resto del año se proyecta una cierta estabilización tanto del indicador general como del subyacente en tasas no muy alejadas de las actuales, esto es, ligeramente negativas en el primer caso y algo por encima de cero en el segundo.

Con posterioridad, la inflación subyacente seguiría experimentando tasas de variación muy moderadas, aunque crecientes, en un contexto de recuperación lenta y gradual de la demanda. Esta recuperación no será homogénea por actividades productivas. En particular, su naturaleza más tardía e incompleta en las ramas de hostelería y ocio dará pie, previsiblemente, a que la inflación en esos servicios se mantenga en cotas muy moderadas hasta la parte final del horizonte de proyección. En todo caso, el grado de holgura cíclica continuará siendo muy elevado en ambos escenarios, lo que hace que la senda de la inflación subyacente en el conjunto del

período objeto de análisis no difiera significativamente entre ellos. En concreto, la tasa de variación del IAPC, excluidos alimentos y energía, sería del 0,7 % y el 0,6 %, en el promedio de 2020, en cada uno de los dos escenarios, antes de repuntar modestamente hasta el 1 % y el 0,8 %, respectivamente, en 2022.

Por su parte, el IAPC general comenzaría a registrar tasas positivas a comienzos de 2021. La causa es la significativa aceleración esperada del componente energético, debido a los efectos base que se derivan de que la tasa interanual de variación comience a calcularse frente a un nivel más bajo, dado el intenso retroceso que el precio del petróleo registró en la primera parte de este año. En términos de las tasas medias anuales, se espera que el IAPC general repunte desde el -0,2 % en 2020 hasta el 1,2 % en 2022 en el escenario 1 y desde el -0,3 % hasta el 1,1 % en el escenario 2.

El impacto de la crisis sanitaria sobre las finanzas públicas está siendo, asimismo, muy grave. La acción combinada de las contundentes 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 AAPP en 2020, que se situaría en el -10,8 % y el -12,1 % del PIB en cada uno de los dos escenarios considerados, lo que supondría aumentos aproximados de entre 8 pp y 9 pp en comparación con 2019<sup>13</sup>. La naturaleza de las medidas discrecionales adoptadas es, en parte, temporal, por lo que su reversión en 2021, junto con la mejora cíclica, dará lugar a una reducción apreciable del saldo negativo de las AAPP en el próximo ejercicio. A pesar de esta disminución y de la que se producirá adicionalmente en 2022, de magnitud más modesta, el déficit público permanecerá en el año final del horizonte de proyección en cotas todavía muy elevadas. En línea con estas dinámicas, la deuda pública experimentaría, en 2020, un aumento de más de 20 pp en el escenario 1 y de unos 25 pp en el escenario 2, hasta situarse, respectivamente, en el 116,8 % y el 120,6 % del PIB. La ratio continuaría aumentando, en términos acumulados, durante el bienio posterior, sobre todo en el escenario 2.

### Riesgos en torno a los escenarios presentados

Los escenarios descritos se encuentran sujetos a una elevada incertidumbre, fundamentalmente como consecuencia del curso que la pandemia adopte tanto

13 En el anejo 1 se describen las medidas presupuestarias incluidas en los escenarios, así como el resto de los supuestos fiscales que subyacen a su construcción (en particular, por comparación con los empleados en los escenarios formulados en junio).

en España como en el resto del mundo. Los riesgos para el crecimiento económico están orientados a la baja a lo largo de todo el horizonte de proyección.

En los próximos trimestres, el devenir de los acontecimientos se verá muy condicionado por la intensidad que revistan los brotes de la pandemia y, por consiguiente, por la severidad de las medidas que eventualmente sea preciso introducir para contenerlos. La evolución observada en los meses de verano sugiere que las limitaciones asociadas a la «nueva normalidad», que descansan en gran medida en el distanciamiento social voluntario, no han resultado por sí solas efectivas para reprimir la epidemia, sino que se ha precisado la introducción de restricciones adicionales, de ámbito geográfico y sectorial limitado. En este ejercicio de proyección, la incertidumbre a este respecto se ha reflejado en la elaboración de dos escenarios alternativos que se diferencian entre sí en función de si los desarrollos futuros de la pandemia son relativamente similares a los observados al final del verano, o bien son más adversos, pero no tanto como para dar lugar a medidas de contención muy severas. Sin embargo, la materialización de escenarios potencialmente más desfavorables, que comporten la necesidad de introducir limitaciones de mayor calado, no puede ser descartada, una vez que se ha observado que las estrategias de contención de la enfermedad puestas en marcha hasta la fecha no han sido en general plenamente efectivas, aspecto que comporta riesgos adicionales en el contexto del inicio del curso académico.

Más allá del corto plazo, los escenarios construidos descansan sobre la hipótesis, que en la actualidad parece plausible, de que el descubrimiento y la difusión de una solución efectiva contra la pandemia harán innecesaria la aplicación de medidas de contención más allá del próximo verano. No obstante, los expertos están recalcando la incertidumbre sobre ese plazo, sin que pueda descartarse la posibilidad de que surjan obstáculos que comporten algún retraso en el calendario de obtención y distribución de ese remedio efectivo.

La segunda gran fuente de incertidumbre está asociada a la magnitud de las consecuencias económicas de la pandemia. Como es obvio, esta fuente de riesgo no es independiente de la propia evolución de la enfermedad, de modo que una mayor intensidad y duración de las medidas de contención daría lugar a daños más profundos en el tejido productivo. Ahora bien, en cada uno de los

dos escenarios epidemiológicos que se han trazado resulta incierto en qué medida las actuaciones de política económica que se han desarrollado lograrán evitar que esos daños duraderos se produzcan. En particular, cabe la posibilidad de que el elevado endeudamiento en el que, como consecuencia de la caída de ingresos provocada por la pandemia, han incurrido muchas sociedades no financieras derive, en un futuro, en mayores niveles de insolvencia empresarial. A su vez, un elevado volumen de quiebras empresariales originaría un aumento de la morosidad crediticia, con implicaciones adversas para la capacidad de intermediación de las entidades financieras. Adicionalmente, el notable aumento del endeudamiento público en el que las AAPP han tenido que incurrir como consecuencia de la pandemia podría, en determinadas circunstancias, afectar a la capacidad de crecimiento futuro de la actividad.

Más allá de las implicaciones directas e indirectas de la pandemia, existen dos riesgos a la baja adicionales procedentes del entorno exterior: la posibilidad de que, una vez acabado el período transitorio, el *brexit* pueda no culminar con un acuerdo y las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China.

Por el contrario, un riesgo al alza muy relevante viene dado por las distintas iniciativas que se han puesto en marcha para hacer frente a la crisis a escala europea, de manera singular la aprobación, a finales de julio, del programa para la recuperación NGEU. Como se desarrolla en el recuadro 9, este programa podría tener implicaciones significativas para las perspectivas de una economía, como la española, que ha sufrido con elevada intensidad tanto el Covid-19 como sus consecuencias económicas.

Los riesgos en torno a la senda de inflación se encontrarían orientados también predominantemente a la baja, como consecuencia de la materialización hipotética de un escenario más adverso para la evolución de la actividad económica que condujera a una mayor debilidad de la demanda y, por tanto, a un mayor grado de holgura cíclica. Además, la evolución de los distintos indicadores de las expectativas de inflación hace que no se pueda descartar la posibilidad de un eventual desanclaje de estas. En sentido contrario, cabe la posibilidad de que los aumentos de costes para las empresas asociados a la introducción de medidas higiénico-sanitarias terminen dando lugar a un repunte de sus precios.

## ANEJO 1

## Supuestos sobre los que descansan las proyecciones

En comparación con las proyecciones de junio, varios son los supuestos sobre los que se condicionan las previsiones en los que se registran cambios relevantes. Cabe destacar la significativa apreciación del euro, tanto frente al dólar como en términos efectivos nominales (véase cuadro 2). Las razones que explican esta evolución, en particular frente a la divisa norteamericana, son diversas. En primer lugar, la disminución de la percepción de riesgo ha podido favorecer la salida de una parte de los flujos de capital que se refugiaron en el dólar en el período de mayor

intensidad de la pandemia. Además, también habría podido contribuir a esta evolución el tono relativo de las políticas monetarias en Estados Unidos y el área del euro, en un contexto en que la Reserva Federal pudo afrontar la crisis con un mayor margen de maniobra. Por último, en el período más reciente la fortaleza del euro ha podido verse alentada por el acuerdo alcanzado a finales de julio en el Consejo Europeo acerca del programa NGEU, que habría reforzado las perspectivas macroeconómicas del área del euro y la solidez institucional de este proyecto común<sup>14</sup>.

En cuanto a los mercados de las exportaciones españolas, la amplitud de sus oscilaciones en el ciclo actual se ha

Cuadro 2  
ENTORNO INTERNACIONAL Y CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS (a)

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

|  | 2019  | Proyecciones de<br>septiembre de 2020 |       |       | Diferencia entre las previsiones<br>actuales y las del escenario de<br>recuperación gradual de junio<br>de 2020 (b) |      |      |
|--|-------|---------------------------------------|-------|-------|---|------|------|
|  |       | 2020                                  | 2021  | 2022  | 2020  | 2021 | 2022 |
| <b>Entorno internacional</b>   |       |                                       |       |       |   |      |      |
| Producto mundial   | 2,8   | -4,2                                  | 6,1   | 3,7   | 0,3   | 0,2  | -0,1 |
| Mercados de exportación de España (c)  | 1,5   | -13,1                                 | 7,3   | 4,3   | 1,0   | -1,0 | -0,5 |
| Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)                                      | 64,0  | 42,1                                  | 45,9  | 48,5  | 6,1   | 8,7  | 7,8  |
| <b>Condiciones monetarias y financieras</b>  |       |                                       |       |       |   |      |      |
| Tipo de cambio dólar/euro (nivel)  | 1,12  | 1,14                                  | 1,19  | 1,19  | 0,05  | 0,10 | 0,10 |
| Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (d)<br>(nivel 2000 = 100) | 116,4 | 117,7                                 | 121,4 | 121,4 | 4,3   | 8,4  | 8,4  |
| Tipos de interés a corto plazo<br>(euríbor a tres meses) (e)                       | -0,4  | -0,4                                  | -0,5  | -0,5  | -0,1  | -0,1 | -0,1 |
| Tipo de interés a largo plazo<br>(rendimiento del bono a diez años) (e)            | 0,7   | 0,4                                   | 0,4   | 0,6   | -0,3  | -0,6 | -0,6 |

FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

- a Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 10 de septiembre de 2020. Las cifras en niveles son promedios anuales, y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- b Las diferencias son en tasas para el producto mundial y los mercados de exportación, en nivel para el precio del petróleo y el tipo de cambio dólar/euro, porcentuales para el tipo de cambio efectivo nominal y en puntos porcentuales para los tipos de interés.
- c Los supuestos acerca del comportamiento de los mercados de exportación de España presentados en el cuadro se obtienen a partir de las *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2020*. Estos supuestos han sido adaptados a los dos escenarios construidos por el Banco de España.
- d Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
- e Para el período de proyección, los valores del cuadro constituyen supuestos técnicos, elaborados siguiendo la metodología del Eurosistema. Estos supuestos se basan en los precios negociados en los mercados de futuros o en aproximaciones a estos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.

14 Véase el recuadro 5 («Next Generation EU: principales características e impacto de su anuncio sobre las condiciones financieras») de este Informe para una descripción detallada del programa.

reducido con respecto a los escenarios de junio, en línea con la evidencia tentativa de que el comercio mundial se ha visto afectado por la crisis en menor medida de lo esperado entonces. Ello ha llevado a una revisión al alza de la proyección del crecimiento de la demanda de las exportaciones españolas, particularmente en el escenario 1, y a la baja en 2020 y 2021, sobre todo en el escenario 2.

En los últimos meses, el precio del petróleo ha registrado un significativo aumento tanto en los mercados de contado como en los de futuros. Ello es consecuencia del incremento de la demanda resultante de la mejora de las perspectivas económicas globales y de los recortes en la producción acordados por la OPEP en mayo. En los mercados de deuda pública se contempla una disminución del rendimiento del bono español a diez años a lo largo de todo el horizonte de proyección. Por su parte, la senda de tipos de interés en el mercado interbancario permanece inalterada.

Los supuestos relativos a la política fiscal en el horizonte de proyección incorporan, con respecto a los escenarios presentados en junio, las nuevas medidas aprobadas por el Gobierno para responder a la evolución de la crisis derivada de la pandemia. En particular, en junio el Consejo de Ministros acordó la extensión hasta el 30 de septiembre de las medidas de apoyo al empleo (los ERTE y la prestación de cese de actividad de los trabajadores autónomos)<sup>15</sup> y la creación de un fondo extraordinario de 16 mm de euros que permita a las comunidades autónomas (CCAA) financiar los gastos derivados de la crisis del Covid-19, lo que ha conducido a una revisión al alza del consumo y la inversión públicos previstos tanto para 2020 como para 2021. Además, en julio el Gobierno aprobó una ampliación, por un importe de 40 mm de euros, del programa de avales públicos a préstamos a sociedades no financieras, dirigidos, en esta ocasión, a financiar inversiones productivas de empresas viables<sup>16</sup>. Por otro lado, el Gobierno aprobó, a finales de mayo, el establecimiento de un ingreso mínimo vital, con un coste presupuestario anual estimado en unos 3 mm de euros<sup>17</sup>.

En la fecha de cierre de este Informe siguen discutiéndose dos elementos relevantes de política económica. En primer lugar, el Gobierno está negociando con los

distintos grupos parlamentarios los apoyos necesarios para la aprobación del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para el ejercicio 2021, cuya presentación podría tener lugar en las próximas semanas. En segundo lugar, el Gobierno está debatiendo con los agentes sociales las características de una hipotética extensión adicional de las medidas de apoyo al empleo mediante ERTE, actualmente en vigor hasta el 30 de septiembre. Los escenarios contenidos en este recuadro no incorporan ninguna de estas dos piezas de política económica, dado que se desconoce el resultado final de las negociaciones actualmente en curso.

Adicionalmente, a la hora de proyectar las sendas esperadas de algunas rúbricas presupuestarias para el período 2021-2022, se ha recurrido al uso de supuestos técnicos similares a los empleados en los escenarios de junio. En primer lugar, se prevé que las partidas sujetas a una mayor discrecionalidad —entre las que destacan, por su tamaño, las compras y la inversión pública— evolucionen en consonancia con el crecimiento potencial de la economía española, salvo por lo que respecta al aumento de la financiación a las CCAA que se ha descrito anteriormente. En segundo lugar, se supone que la trayectoria de las restantes rúbricas que componen las cuentas de las AAPP vendrá determinada, en ausencia de medidas adicionales, por sus determinantes habituales. En concreto, se asume que los ingresos públicos crecerán en línea con sus bases impositivas, que dependen, fundamentalmente, del contexto macroeconómico. Para aquellas partidas menos discrecionales de gasto se han realizado supuestos similares. Este es el caso del gasto en pensiones —cuya evolución viene determinada por la revaluación de las pensiones con el crecimiento del IPC y por el envejecimiento de la población—, en prestaciones por desempleo —que depende, principalmente, de la evolución del paro— y en intereses —cuyos movimientos reflejan la evolución del endeudamiento público y de los tipos de interés—.

Finalmente, cabe reiterar que las proyecciones no incorporan las potenciales consecuencias presupuestarias y macroeconómicas de los recursos que España pueda recibir en el marco del programa NGEU. La razón para su no inclusión es la elevada incertidumbre sobre algunas de sus dimensiones más relevantes, como

15 Real Decreto-ley 22/2020, de 16 de junio.

16 Real Decreto-ley 25/2020, de 3 de julio.

17 Real Decreto-ley 20/2020, de 29 de mayo.

**ESCENARIOS MACROECONÓMICOS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2020-2022) (cont.)**

la cuantía total que se percibirá, el calendario para la recepción de los fondos o la composición del gasto que permita financiar.

El tono de la política fiscal será claramente expansivo en 2020, a tenor de, por un lado, la información conocida,

incluidas las medidas adoptadas y los distintos supuestos empleados con respecto al conjunto de variables presupuestarias, y, por otro, la brecha de producción estimada de manera coherente con el resto de las proyecciones macroeconómicas.