

EL IMPACTO MACROECONÓMICO DEL PROGRAMA *NEXT GENERATION EU* BAJO DISTINTOS ESCENARIOS ALTERNATIVOS

El Consejo Europeo acordó a finales de julio la creación de un fondo de recuperación de carácter temporal, denominado *Next Generation EU* (NGEU), para hacer frente a las consecuencias de la crisis del Covid-19 y acelerar la transición digital y ecológica de la economía europea¹. La financiación del fondo se llevará a cabo mediante la emisión de deuda por parte de la Comisión Europea (CE). De acuerdo con las estimaciones preliminares del Gobierno, el volumen máximo de recursos que España podría recibir del fondo entre los años 2021 y 2026 ascendería a unos 140 mm de euros (un 12,6% del PIB estimado para 2020²), de los cuales un 47% sería en forma de transferencias directas y el resto vía préstamos. Para acceder a estos recursos, el Gobierno ha de presentar antes de fin de año un «plan de recuperación y resiliencia», cuya coherencia con las recomendaciones específicas de la CE para nuestro país habrá de ser valorada por esta institución.

El acuerdo del Consejo Europeo no define explícitamente algunas dimensiones relevantes de este nuevo programa de estímulo, como la composición del gasto que cada país podrá acometer con los recursos obtenidos, los calendarios de ejecución de los proyectos y de desembolso de los fondos o las condiciones de los préstamos. La concreción de estos aspectos no es una cuestión irrelevante, puesto que, de su materialización final, dependerá crucialmente la magnitud de los efectos macroeconómicos del programa.

Este recuadro presenta una primera aproximación de los efectos potenciales sobre la economía española, bajo distintos supuestos relativos a los principales factores que condicionan dicho impacto, que en gran parte coinciden con los aspectos aún no clarificados del programa, y sobre los que existe una elevada incertidumbre. En concreto, las fuentes de incertidumbre

consideradas son cuatro: qué cuantía se ejecutará, cuál será el calendario de realización de los proyectos (y su correspondencia con el de la recepción de los fondos), cuál será el reparto entre transferencias y préstamos de los recursos recibidos, y a qué tipo de proyectos se destinarán esos recursos.

Además, aunque se conociera de forma precisa la respuesta a las cuestiones anteriores, cabe añadir una importante fuente de incertidumbre adicional, relativa a la medición del tamaño del impacto macroeconómico del estímulo, en la medida en que, hasta la fecha, la literatura económica solo ha podido estimar con una notable imprecisión el «multiplicador fiscal» de cada uno de los tipos de gasto público (consumo, inversión o prestaciones), definido como el aumento porcentual de PIB obtenido mediante un incremento de 1 pp de PIB en cada una de esas partidas de gasto.

Cabría añadir, además, otro elemento de incertidumbre —que este recuadro no aborda—, acerca de la magnitud de los efectos. La ausencia de referentes históricos cercanos de programas que impliquen una movilización de recursos a tan gran escala dentro de la UE dificulta la cuantificación de las posibles sinergias que podrían derivarse de la ejecución simultánea de un conjunto muy elevado de proyectos de gran tamaño en los distintos Estados miembros, como parece que ocurrirá como consecuencia del NGEU³. Un aspecto reseñable en este sentido es el relativo a los efectos positivos para el funcionamiento de los mercados de capitales europeos que cabe esperar del aumento muy significativo que se producirá del volumen de activos de alta calidad crediticia disponibles en la UE como consecuencia de las emisiones supranacionales realizadas en el marco de los distintos programas europeos puestos en marcha en respuesta al Covid-19⁴.

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»).

2 El PIB estimado de 2020 se ha calculado como el promedio de las estimaciones bajo los dos escenarios considerados en el recuadro 1 de este Informe.

3 Para un análisis de las posibles sinergias entre políticas monetarias y presupuestarias expansivas y reformas estructurales en el ámbito de una unión monetaria, véase Ó. Arce, S. Hurtado y C. Thomas (2016), «Policy Spillovers and Synergies in a Monetary Union», *International Journal of Central Banking*, vol. 12, n.º 3, pp. 219-277.

4 En conjunto, si se utilizasen plenamente los volúmenes de recursos contemplados en los programas europeos puestos en marcha a raíz de la crisis del Covid-19, la deuda supranacional podría aumentar en el próximo lustro en unos 1.300 mm de euros, lo que supondría doblar la deuda de los organismos europeos en circulación. Desde la perspectiva de los activos seguros totales, incluida la deuda soberana nacional, el aumento sería aproximadamente de un tercio. Véase M. Delgado-Téllez, I. Kataryniuk, F. López-Vicente y J. J. Pérez (2020), *Endeudamiento supranacional y necesidades de financiación en la Unión Europea*, Documentos Ocasionales, n.º 2021, Banco de España.

EL IMPACTO MACROECONÓMICO DEL PROGRAMA NEXT GENERATION EU BAJO DISTINTOS ESCENARIOS ALTERNATIVOS (cont.)

Respecto a la primera de las cuatro cuestiones antes mencionadas, en relación con la definición todavía imprecisa de las características del fondo, esto es, la cuantía que se ejecutará, es importante contextualizar el elevado volumen de recursos que el programa NGEU pone potencialmente a disposición de España. En concreto, solo la parte que adopta la forma de transferencias triplicaría aproximadamente el gasto en inversión que el conjunto de las AAPP acometió en 2019. Dada la elevada magnitud del importe y el plazo tan reducido que se ha establecido para que los distintos Gobiernos nacionales planteen su cartera de proyectos, no se puede descartar que algún país no llegue a movilizar el total de los fondos que le han sido asignados potencialmente. En vista de esta primera fuente de incertidumbre, los ejercicios de simulación realizados presentan el impacto macroeconómico de un impulso fiscal de una cuantía normalizada, que es la misma en todos los casos. En concreto, a efectos ilustrativos, en las simulaciones que se presentan en este recuadro se ha considerado un estímulo cuya magnitud se ha fijado arbitrariamente en 10 mm de euros (un 0,9% del PIB previsto para 2020).

En cuanto a la segunda cuestión enunciada, relativa al calendario de ejecución de los proyectos y de recepción de los fondos, el programa establece que, tras la presentación y aprobación de los proyectos, los compromisos de desembolso de los recursos sean adoptados antes de finales de 2023, mientras que los pagos se producirían de forma desfasada y más escalonada en el tiempo, hasta finales de 2026. Teniendo esto en cuenta, los ejercicios de simulación llevados a cabo en este recuadro plantean dos supuestos diferentes con relación al marco temporal de ejecución de los proyectos.

Por un lado, en los escenarios contruidos bajo el supuesto de «ejecución temprana» se contempla que el impulso sobre la actividad del programa NGEU se concentre en los tres próximos años (2021-2023), en consonancia con la estipulación del acuerdo que establece que el 70% de los compromisos sean adoptados antes de finales de 2022 y el 30% restante en

2023. Por consiguiente, en las simulaciones de ejecución temprana se considera que el 70% de la cantidad normalizada de gasto se ejecuta a partes iguales en 2021 y 2022 (esto es, 3,5 mm de euros en cada uno de los dos años). La adopción del calendario de compromisos es equivalente a asumir que, como sucede habitualmente con los fondos estructurales y de inversión europeos actualmente existentes (como, por ejemplo, el FEDER), las AAPP españolas adelantarían parte de las cantidades asignadas, de forma que la ejecución de los proyectos y su efecto sobre las decisiones de gasto de los agentes se aproximarían al calendario de compromisos.

Por otro lado, en los escenarios que incorporan el supuesto de «ejecución tardía», en cambio, se asume que el ritmo de ejecución de los proyectos seguirá el calendario de pagos recogido en la propuesta de la CE de 27 de mayo para el conjunto de la UE. Si este calendario fuera homogéneo para todos los países, España recibiría aproximadamente un 6% de los fondos en 2021 y otro tanto en 2026, un 18% en 2022 y 2025, y un 26% en 2023 y 2024. Es decir, dada la cantidad normalizada de 10 mm, el gasto sería de 0,6 mm en 2021 y 1,8 mm en 2022 (y alcanzaría un pico de algo más de 2,5 mm en cada uno de los dos años siguientes).

Respecto a la tercera cuestión, esto es, la distribución de los fondos recibidos entre transferencias directas y préstamos, respectivamente, hay que tener en cuenta que el impacto sobre la actividad es mayor bajo la primera modalidad. En el futuro, España deberá reembolsar la totalidad de las cantidades recibidas vía préstamos. En el caso de las transferencias, España deberá contribuir a financiar la deuda europea generada por las transferencias recibidas por todos los países en una proporción igual a la de su contribución a los recursos que la UE destine dentro del presupuesto europeo a la devolución de esa deuda⁵. Ahora bien, nuestro país se vería beneficiado en términos netos por la parte del programa materializada bajo transferencias, ya que, en todo caso, su cuota en él supera a esta eventual contribución. En el corto plazo, el gasto realizado se ve compensado, contablemente, cuando se financia mediante una transferencia, por un ingreso de la misma

5 El plazo previsto para la devolución de la deuda es el período 2028-2058. En todo caso, el tamaño de la parte de esa deuda que habrá de ser financiado mediante contribuciones nacionales (que, en principio, habrían de basarse en la renta nacional bruta de cada país) es incierto, ya que el Consejo ha instado a la Comisión al establecimiento de nuevas figuras impositivas, a nivel europeo, que puedan ser utilizadas para la devolución de la deuda. Por consiguiente, la participación de España en el presupuesto comunitario multiplicado por el volumen de transferencias recibidas por todos los países constituye una cota superior al importe que España deberá financiar en el período de 30 años que comienza en 2028.

EL IMPACTO MACROECONÓMICO DEL PROGRAMA NEXT GENERATION EU BAJO DISTINTOS ESCENARIOS ALTERNATIVOS (cont.)

cuantía, de modo que el impacto sobre el déficit es nulo. Por el contrario, la contrapartida del gasto financiado con préstamos es un aumento de deuda, por lo que sí hace que se incremente el déficit.

De cualquier forma, aunque los préstamos sean, por este motivo, menos atractivos que las transferencias, resultan aun así ventajosos en la medida en que su coste sea inferior al de la emisión de deuda soberana española al mismo plazo⁶. A la luz de estas consideraciones acerca del diferente impacto macroeconómico de los recursos materializados bajo uno y otro instrumento, y dada la incertidumbre sobre la distribución entre ambos, las simulaciones realizadas contemplan dos supuestos alternativos acerca de la forma de recepción de los recursos, denominados «transferencias» y «préstamos», en los que se supone que España recibe la cantidad normalizada de 10 mm de euros íntegramente bajo una u otra modalidad.

Por último, existe una considerable incertidumbre en cuanto al tipo de proyectos a los que podrán ser destinados los fondos europeos⁷, a la que, como ya se ha mencionado, hay que añadir la relativa al multiplicador fiscal que se le ha de aplicar a la cantidad empleada en cada uno de ellos. Tanto los modelos teóricos como la evidencia empírica disponible indican que el gasto en inversión pública tiene un impacto sobre la actividad mayor y más persistente que el realizado en otras áreas, como el destinado al consumo público o las transferencias

a hogares⁸. Esto es así, entre otros motivos, porque la inversión pública, además de aumentar la demanda de bienes a corto plazo, como en los otros casos, también contribuye a expandir el *stock* de capital productivo de la economía y, por consiguiente, a fomentar el crecimiento a medio y largo plazo⁹. En cualquier caso, la secuencia temporal del impacto de la inversión pública sobre la actividad depende de la naturaleza de los proyectos en los que se materialice. Así, por ejemplo, los efectos del gasto en I+D, aunque más elevados en un horizonte temporal suficientemente dilatado, pueden tardar más tiempo en materializarse que en el caso de otros proyectos de inversión pública.

Para incorporar estas fuentes de incertidumbre, se ha considerado un escenario en el que la cantidad normalizada de 10 mm de euros se emplea íntegramente en proyectos de inversión pública (escenario «inversión pública») y otro en el que esos recursos se utilizan para financiar gasto corriente en consumo público y prestaciones (escenario «gasto corriente»). Asimismo, en cada uno de estos escenarios, el impacto estimado se presenta en forma de un intervalo, en reconocimiento de la incertidumbre existente en cuanto al tamaño del multiplicador fiscal que correspondería a cada tipo de proyecto.

Teniendo en cuenta todas estas consideraciones, el cuadro 1 muestra, haciendo uso del Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE)¹⁰, el impacto sobre la economía

6 No se ha dado a conocer indicación alguna acerca de las condiciones de los préstamos. Ahora bien, si el tipo de interés aplicable fuera el de emisión por parte de la UE, el coste podría ser, a tenor de la experiencia histórica, aproximadamente 50 pb inferior al coste de emisión del Tesoro de España. Véase M. Delgado-Téllez, I. Kataryniuk, F. López-Vicente y J. J. Pérez (2020), *Endeudamiento supranacional y necesidades de financiación en la Unión Europea*, Documentos Ocasionales, n.º 2021, Banco de España.

7 Si bien el acuerdo del NGEU firmado en el Consejo Europeo se fija como objetivo potenciar el crecimiento a medio y largo plazo, no establece ninguna limitación sobre el tipo de gasto que se ha de realizar.

8 En efecto, la evidencia empírica ha alcanzado un consenso casi generalizado según el cual el efecto multiplicador a medio plazo de la inversión pública sería mayor que 1, mientras que el del gasto en consumo público o prestaciones se situaría por debajo de esa cota. 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. No obstante, las estimaciones están sujetas a un nivel de incertidumbre singularmente elevado. Así, por ejemplo, A. Abiad *et al.* (2016), «The macroeconomic effects of public investment: Evidence from advanced economies», *Journal of Macroeconomics*, 50, pp. 224-240, estima un multiplicador de la inversión pública de 1,4 al cabo de cuatro años para un conjunto de economías avanzadas. Además, el valor estimado puede llegar casi a duplicarse si la inversión se materializa en proyectos especialmente eficientes o durante períodos de bajo crecimiento económico. Por el contrario, otros estudios encuentran que el multiplicador de la inversión pública podría no superar en el corto plazo un valor de 0,6, especialmente cuando el estímulo fiscal es poco persistente [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*].

9 Este efecto multiplicador depende en gran medida del grado de complementariedad existente entre la inversión pública y la privada. Véase el recuadro 5.2 del *Informe Anual 2019* del Banco de España para un análisis detallado de los canales por los que la inversión pública impulsa el crecimiento a medio y largo plazo. Uno de estos canales que explican el elevado multiplicador de la inversión pública incluso a corto plazo descansa sobre la idea de que, al ser más potente a medio y largo plazo, los agentes racionales lo incorporan a sus decisiones.

10 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. En este ejercicio se supone que la inversión pública tiene un efecto multiplicador sobre el PIB de entre 0,8 y 1,3 tras tres años, mientras que en el caso de las otras partidas de gasto este se situaría en 0,4 y 0,7.

EL IMPACTO MACROECONÓMICO DEL PROGRAMA *NEXT GENERATION EU* BAJO DISTINTOS ESCENARIOS ALTERNATIVOS (cont.)

española (en términos de PIB y deuda pública) que se derivaría de un estímulo fiscal equivalente a 10 mm de euros bajo los distintos escenarios descritos con anterioridad, contruidos como la combinación de diferentes supuestos relativos a las diversas fuentes de incertidumbre enunciadas. Los resultados se presentan hasta 2022, por ser este el último año incluido en el horizonte de los escenarios macroeconómicos presentados en el recuadro 1 de este Informe. En todo caso, los efectos se extenderían también a los años sucesivos, en mayor medida, como es lógico, en la simulación que hace uso del supuesto de «ejecución tardía», ya que, en este caso, se estaría realizando gasto hasta 2026.

El primer ejercicio realizado recoge el escenario en el que los ingredientes del NGEU dan lugar a la configuración más favorable al crecimiento económico durante el horizonte de proyección, combinando «ejecución temprana», «transferencias» e «inversión pública». En particular, como se ha explicado antes, el supuesto de «ejecución temprana» descansa sobre la aplicación del calendario de compromisos, lo que se traduce en que el 35 % del importe normalizado de gasto (esto es, 3,5 mm) se lleva a cabo en 2021 y otro tanto en 2022. Bajo este supuesto, junto con los relativos a la modalidad de percepción de los recursos (transferencias) y al destino de ellos (inversión pública), el estímulo fiscal considerado aumentaría el nivel del PIB español entre 0,2 pp y 0,3 pp

en el promedio de los dos próximos años. Este mayor crecimiento conllevaría, además, una mejora significativa de las cuentas públicas.

El segundo ejercicio es igual que el primero, salvo porque considera una ejecución de los proyectos más dilatada en el tiempo (escenario «ejecución tardía»). Bajo este supuesto, se utiliza, como se ha indicado, el calendario de pagos, de modo que el 6 % del importe normalizado de gasto (0,6 mm) se acomete en 2021 y un 18 % adicional (1,8 mm) en 2022. En este caso, dado el calendario completo de ejecución que se asume, el efecto máximo del impulso fiscal considerado sobre el PIB no se produciría hasta 2024 y, como consecuencia, el impacto total acumulado sobre el crecimiento y la mejora de las finanzas públicas de este estímulo sería muy inferior, en el horizonte 2021-2022, al estimado en el ejercicio 1.

En el tercer ejercicio se muestra el impacto macroeconómico de las líneas de préstamos incluidas en el programa NGEU. Para ello se parte de los mismos supuestos que en el ejercicio 1, salvo porque se considera que, en lugar de recibirse a través de transferencias, los fondos europeos se obtienen a través de préstamos. De acuerdo con la correspondiente simulación, el impacto sobre el PIB de este estímulo solo sería ligeramente inferior al que se obtendría bajo los supuestos del ejercicio 1, pero, al contabilizarse el gasto adicional como déficit de las AAPP, la mejora de las finanzas públicas sería notablemente más modesta.

Cuadro 1
EFECTOS MACROECONÓMICOS DEL PROGRAMA *NEXT GENERATION EU* BAJO DISTINTOS SUPUESTOS ALTERNATIVOS
Impacto sobre el PIB y la deuda pública en 2021-2022 de un impulso fiscal normalizado de 10 mm de euros (a)

En diferencias porcentuales de nivel

	PIB		Deuda pública	
	2021	2022	2021	2022
Ejercicio 1: «ejecución temprana» + «transferencias» + «inversión pública»	0,19 – 0,3	0,21 – 0,35	-0,22 – -0,35	-0,35 – -0,57
Ejercicio 2: «ejecución tardía» + «transferencias» + «inversión pública»	0,02 – 0,04	0,08 – 0,13	-0,03 – -0,05	-0,1 – -0,18
Ejercicio 3: «ejecución temprana» + «préstamos» + «inversión pública»	0,14 – 0,27	0,15 – 0,29	-0,1 – -0,2	-0,09 – -0,18
Ejercicio 4: «ejecución temprana» + «transferencias» + «gasto corriente»	0,06 – 0,09	0,12 – 0,19	-0,07 – -0,11	-0,18 – -0,29

FUENTE: Banco de España.

a Rango de intervalos bajo dos supuestos alternativos sobre el efecto multiplicador del gasto público en inversión (0,8 y 1,3) y del gasto en transferencias y consumo público (0,4 y 0,7). Bajo el supuesto de ejecución temprana, el impulso fiscal de 10 mm consistiría en un aumento del gasto de 3,5 mm en 2021 y 2022 y de 3 mm en 2023, mientras que, bajo el supuesto de ejecución tardía, consistiría en un aumento del gasto de 0,6 mm en 2021 y 2026, 1,8 mm en 2022 y 2025, y 2,6 mm en 2023 y 2024.

EL IMPACTO MACROECONÓMICO DEL PROGRAMA NEXT GENERATION EU BAJO DISTINTOS ESCENARIOS ALTERNATIVOS (cont.)

Finalmente, en el cuarto ejercicio se ilustra la importancia de seleccionar aquellos proyectos que producen un mayor efecto expansivo sobre la economía. En particular, los supuestos considerados en este ejercicio coinciden con los empleados en el ejercicio 1, salvo porque, en este caso, los recursos no se destinan a financiar proyectos de inversión pública productiva, sino que se dedican a otros gastos (escenario «gasto corriente»). En este caso, el PIB aumentaría menos de la mitad que en el escenario 1. Como consecuencia, la mejora de las finanzas públicas sería también más modesta.

En definitiva, de acuerdo con el análisis desarrollado en este recuadro, el programa NGEU tiene, por el volumen potencial de recursos que permitiría movilizar, la capacidad de convertirse en un importante elemento de apoyo a la recuperación de la economía española tras el impacto del Covid-19. Como ilustran los ejercicios

anteriores, la maximización de esos efectos depende de un conjunto relativamente amplio de factores. Por un lado, es preciso desarrollar la capacidad para desplegar nuevos proyectos, de modo que, idealmente, el grueso de los recursos del programa no sea empleado para financiar gasto que se hubiera llevado a cabo en todo caso. Asimismo, un diseño e implementación temprana de esos proyectos tendrá un mayor efecto sobre la actividad en el corto plazo, lo que debería favorecer una recuperación más robusta de la economía española tras el fuerte impacto de la pandemia durante el conjunto de este año. Pero, además, es crucial que la elección de esos proyectos sea tal que se maximice la magnitud de su impacto en la actividad económica y las finanzas públicas, lo cual se vería favorecido si la distribución de los recursos se articulara en torno a un plan cuyo diseño partiera del objetivo de fortalecer el crecimiento de largo plazo de la economía.