

# BOLETÍN ECONÓMICO

1/2021

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema







## INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

### 1 Principales mensajes 7

### 2 Los mercados financieros internacionales 44

### 3 Entorno exterior de la economía española 47

### 4 La economía española 55

#### Recuadros

- 1 Proyecciones macroeconómicas 2021-2023 12
- 2 Evolución de las expectativas de beneficios de las empresas cotizadas desde el inicio de la crisis del COVID-19 21
- 3 Análisis de los planes de política fiscal en Estados Unidos 24
- 4 El ahorro de los hogares durante la pandemia y sus posibles efectos sobre la reactivación futura del consumo 27
- 5 La autonomía estratégica abierta de la UE 31
- 6 Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad 33
- 7 La creación y la destrucción de empresas desde el inicio de la pandemia 36
- 8 Evolución de las proyecciones de las principales variables macroeconómicas en 2020 40

#### Artículos Analíticos 73

#### Notas Económicas 79

#### Publicaciones del Banco de España 81

#### Siglas, abreviaturas y signos utilizados 82

## INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA



**La evolución económica global continúa viéndose muy condicionada por los desarrollos en torno al COVID-19.** En el cuarto trimestre del año pasado, el repunte de los contagios dio lugar a la introducción de nuevas medidas de contención de la pandemia, que en muchos países se han intensificado en los primeros meses de 2021. Sin embargo, la actividad global está mostrando un dinamismo relativamente elevado, lo que sugiere, por un lado, que estas medidas se estarían enfocando con mayor precisión a restringir aquellos ámbitos de la movilidad y de las ramas productivas en los que el riesgo de contagio es mayor y, por otro lado, que los agentes habrían desarrollado una capacidad creciente de adaptación a las limitaciones impuestas por la pandemia. Además, las políticas económicas siguen desempeñando un papel crucial de apoyo a la actividad: el tono fuertemente expansivo de las políticas monetarias, en un contexto de inflación baja, está contribuyendo al mantenimiento de condiciones financieras muy favorables para el gasto de los agentes privados y públicos, y, en particular, está favoreciendo la respuesta de las autoridades fiscales para combatir la crisis, al contribuir de manera directa al mantenimiento de los costes del endeudamiento público en cotas muy reducidas.

**El área del euro está mostrando una mayor debilidad que otras áreas geográficas.** El avance del PIB mundial en el cuarto trimestre de 2020 contrasta con el retroceso observado en el área del euro. Los efectos sobre el sector servicios del aumento de la severidad de las medidas de contención se habrían visto paliados solo parcialmente por el mejor tono de las ramas manufactureras, apoyado en la relativa fortaleza de la demanda exterior. La información coyuntural más reciente sugiere que el repunte de la pandemia y las medidas de contención adoptadas para combatirla habrían conducido a una prolongación de la fase de debilidad de la actividad al inicio del año, en un contexto en el que la información disponible tiende a apuntar a una intensificación de las divergencias en ese comportamiento sectorial.

**Las proyecciones macroeconómicas más recientes del Banco Central Europeo (BCE) contemplan un fortalecimiento de la actividad del área del euro en el transcurso del año.** Estas expectativas se sustentan en el continuado apoyo de las políticas monetaria y fiscal, y, particularmente, en este segundo ámbito, en el despliegue del programa de recuperación y transformación económica *Next Generation EU* (NGEU) y, sobre todo, en la esperada aceleración del proceso de vacunación, tras los retrasos observados en los primeros meses desde su inicio. Durante la segunda mitad del año podría alcanzarse un nivel de inmunización colectiva lo suficientemente elevado como para levantar el grueso de las medidas de contención, lo que llevaría a una reducción de la incertidumbre y a una recuperación significativa de la demanda.

**PRINCIPALES AGREGADOS MACROECONÓMICOS DE ESPAÑA (a)**

	2020	2020				2021		
		I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR		
Contabilidad Nacional						Suave	Central	Severo
Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria								
Producto interior bruto	-11,0	-5,3	-17,9	16,4	0,4	0,4	-0,4	-0,9
Contribución de la demanda nacional (b)	-9,0	-4,5	-15,5	15,1	0,9	0,2	-0,6	-1,1
Contribución de la demanda exterior neta (b)	-1,9	-0,7	-2,4	1,3	-0,5	0,2	0,2	0,2
Tasas de variación interanual								
Empleo: horas trabajadas	-10,4	-4,2	-24,9	-6,2	-6,3	-1,6	-2,4	-2,9
Indicadores de precios								
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	-0,3	0,7	-0,6	-0,6	-0,8	0,4	0,4	0,4
Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos	0,5	1,2	0,9	0,1	-0,1	0,2	0,2	0,2

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Información disponible hasta el 16 de marzo de 2021. Las celdas sombreadas en gris son proyecciones del Banco de España en los escenarios suave, central y severo.

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

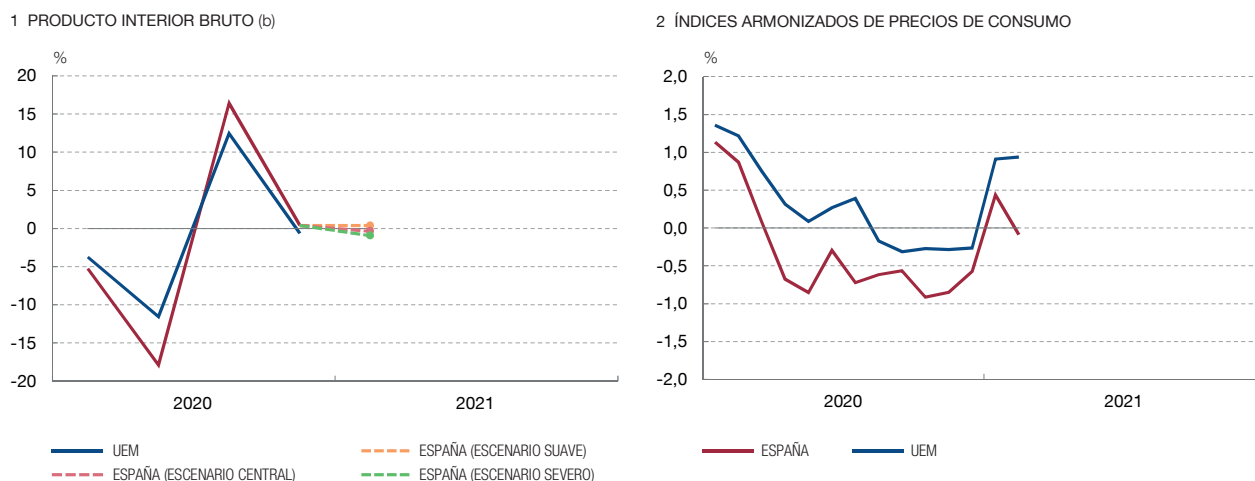
**Los riesgos a medio plazo se han tornado más equilibrados.** En los próximos meses continuarán prevaleciendo los riesgos a la baja relacionados con la evolución de la pandemia. En el medio plazo, las expectativas de que el proceso de vacunación pueda dar una solución efectiva a la pandemia se han traducido en una mejora en el balance de riesgos, que se apoya, además, en el acuerdo comercial entre la Unión Europea (UE) y el Reino Unido y, sobre todo, en el estímulo fiscal en Estados Unidos.

**Como en otras economías avanzadas, la tasa de inflación del área del euro ha repuntado recientemente.** La aceleración de los precios de consumo de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en los dos primeros meses del año responde, por un lado, al encarecimiento del petróleo, que obedece a la mejora de las perspectivas económicas globales y también a algunos factores de oferta y cuyo impacto sobre la inflación sería transitorio, y, por otro lado, a algunos factores igualmente temporales de carácter puramente técnico, que incluyen los efectos inusualmente elevados del cambio en las ponderaciones del índice al inicio del año o las consecuencias de la imputación de precios durante el confinamiento. La presencia de estos elementos transitorios dificultará la interpretación de la evolución de la tasa de inflación a lo largo de este año. No obstante, las presiones inflacionistas subyacentes continúan siendo modestas, en consonancia con la debilidad de la demanda y el elevado grado de holgura cíclica. De cara al futuro, las proyecciones macroeconómicas del BCE de marzo confirman que las perspectivas de inflación al final del horizonte de proyección permanecen alejadas del objetivo de política monetaria.



**LA RECUPERACIÓN PERDIÓ FUERZA AL FINAL DEL AÑO (a)**

El repunte de la pandemia al inicio del año condujo a una intensificación de las limitaciones a los movimientos de las personas y a la actividad de determinadas ramas, lo que se tradujo en una divergencia sectorial marcada entre el dinamismo de las manufacturas y la mayor debilidad de los servicios que requieren una mayor interacción social. La reducción de los contagios y el levantamiento parcial de las medidas de contención llevaron a un tono más positivo de la actividad en marzo. La inflación de precios de consumo ha sorprendido al alza, lo que se debe principalmente al repunte de precios del petróleo y a algunos factores técnicos transitorios.



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

**a** Tasas de variación intertrimestral sobre las series ajustadas de estacionalidad en el caso del PIB, y tasas de variación interanual sobre las series originales en los índices de precios de consumo.

**b** Los datos del cuarto trimestre son proyecciones del Banco de España.



**Con el trasfondo del carácter transitorio del repunte de las presiones inflacionistas, el Consejo de Gobierno del BCE anunció el pasado 11 de marzo un incremento del ritmo de compras de activos en los próximos meses.** Esta decisión se apoyó no solo en las perspectivas de que no se logre alcanzar el objetivo de estabilidad de precios a medio plazo, sino, además, en el repunte de las rentabilidades de los bonos soberanos en las semanas previas al Consejo. Este repunte, en caso de intensificarse, podría tensionar las actuales condiciones de financiación favorables, en un contexto en el que se proyecta un ligero retroceso de la actividad del conjunto del área del euro en el primer trimestre del año y en el que las perspectivas de recuperación a medio plazo todavía presentan niveles no desdeñables de incertidumbre. En este sentido, el aumento de los tipos a largo plazo en la UEM reflejaría, fundamentalmente, la traslación del incremento de la rentabilidad de la deuda de Estados Unidos, con el trasfondo del potente estímulo fiscal aprobado en ese país. Además, solo se explicaría parcialmente, de acuerdo con los mercados financieros, por unas mayores expectativas de inflación en la UEM, de modo que el aumento de rentabilidades nominales estaría incorporando un incremento de su componente real y, por tanto, un endurecimiento de las condiciones de financiación.

**En España, la evolución de la actividad económica sigue estando igualmente muy condicionada por los desarrollos epidemiológicos.** Las autoridades están respondiendo a las sucesivas oscilaciones de las cifras de contagios mediante la introducción de cambios en el grado de severidad de las medidas de contención, lo que se está traduciendo en fluctuaciones de la actividad y del empleo relativamente pronunciadas incluso dentro de cada trimestre. Así, la mejora de los datos de la pandemia en diciembre permitió que, tras un mes de noviembre de mayores restricciones y menor actividad, el cuarto trimestre de 2020 se cerrara con un modesto crecimiento intertrimestral.

**En línea con las previsiones para el conjunto de la UEM, el PIB español podría haber retrocedido ligeramente en el período enero-marzo de 2021.** El perfil de la evolución de las infecciones, de las consiguientes restricciones para mitigarlas y, por tanto, de la actividad económica a lo largo del primer trimestre de este año habría sido similar al del trimestre anterior. En concreto, la actividad habría sufrido un debilitamiento en enero, que se habría acentuado en febrero y habría tendido a revertir en marzo, siguiendo el patrón del grado de intensidad de las restricciones.

**A corto plazo, la posibilidad de que surjan nuevos brotes de la enfermedad seguirá condicionando la evolución de la actividad económica.** La experiencia acumulada desde el inicio de la pandemia muestra las dificultades para trazar un equilibrio entre la protección de la salud pública y el mantenimiento de la actividad económica en las ramas caracterizadas por un mayor grado de interacción social. No obstante, con el paso del tiempo, un nivel dado de contagios parece estar teniendo cada vez menor incidencia sobre la actividad, en la medida en que las restricciones están crecientemente circunscritas a las parcelas en las que son más eficaces para detener los contagios y en las que los agentes están aprendiendo a adaptar sus decisiones económicas a las circunstancias. En sentido contrario, la propagación de nuevas variantes del virus, con mayor capacidad infecciosa, podría requerir un mayor endurecimiento de las limitaciones a la movilidad y a la actividad.

**La actividad debería repuntar con fuerza a partir de la segunda mitad del año.** A medida que se vaya completando el proceso de vacunación, el levantamiento de las restricciones y la reducción de la incertidumbre deberían dotar de un elevado dinamismo al gasto doméstico. El consumo privado se vería impulsado además por el posible recurso por parte de los hogares a una parte del ahorro acumulado desde el inicio de la pandemia. Además, la resolución de la crisis sanitaria permitirá la recuperación gradual de los flujos de turismo internacional.

**En las nuevas proyecciones macroeconómicas del Banco de España, las incertidumbres existentes siguen reflejándose por medio de varios escenarios alternativos.** Los tres escenarios considerados difieren entre sí, desde una perspectiva epidemiológica, en términos de la intensidad de los rebrotes de la enfermedad a corto plazo y del ritmo de culminación del proceso de vacunación con

posterioridad (véase recuadro 1). Además, los escenarios incorporan una segunda dimensión diferenciadora, el comportamiento de los agentes en un futuro, que no es totalmente independiente de la evolución de la pandemia, y que considera elementos como los ya citados en relación con la actitud de los consumidores hacia el gasto y con la velocidad de recuperación de los flujos de turistas. Bajo los distintos supuestos considerados, en 2021 el crecimiento del PIB alcanzaría, en los escenarios suave, central y severo, tasas medias del 7,5 %, el 6 % y el 3,2 %, respectivamente. En el primero de estos escenarios, el nivel de actividad previo a la pandemia se alcanzaría a principios de 2022, lo que en el escenario central sucedería algo más de un año después y, en el severo, más allá de finales de 2023.

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 11 de diciembre<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 cuarto trimestre del año 2020 y los cambios observados en los supuestos técnicos que subyacen a la construcción de los escenarios (véase cuadro 2)<sup>2</sup>.

Tras la profunda contracción de la actividad observada en el primer semestre de 2020, la economía española presentó un notable repunte en la segunda mitad del año. Esta recuperación perdió impulso tras el verano, en un contexto en el que los rebotes de la pandemia llevaron a la reintroducción de varias medidas de contención. A pesar de ello, el proceso de adaptación a las restricciones por parte de las empresas y los hogares, el carácter más focalizado de dichas limitaciones en comparación con las que se habían aplicado en la primavera, y la relajación de las medidas llevada a cabo en diciembre permitieron que el PIB registrara un leve incremento en el cuarto trimestre, del 0,4 % intertrimestral, según las estimaciones preliminares del INE. Esta evolución fue más favorable que la del escenario central publicado por el Banco de España en diciembre, y se aproxima a la tasa contemplada en el escenario suave (el más favorable de los tres considerados).

Por consiguiente, el punto de partida del nivel de la actividad al inicio de 2021 era algo más elevado que el contemplado en el escenario central publicado en diciembre. Sin embargo, en los dos primeros meses de este año, el nuevo endurecimiento de las medidas para contener la tercera ola de la pandemia habría vuelto a incidir negativamente sobre el dinamismo de la economía (especialmente en las ramas ligadas al turismo, el transporte y la hostelería). No obstante, la reducción continuada de los contagios desde comienzos de febrero ha dado pie a un alivio de las restricciones, que habría

dado lugar, ya en el mes de marzo, a una cierta mejora de los niveles de actividad, según pone de relieve la información disponible de los indicadores de alta frecuencia<sup>3</sup>.

Al igual que viene ocurriendo desde el inicio de la pandemia, la volatilidad de los datos disponibles —en gran parte relacionada con las oscilaciones en los contagios y en las medidas para reprimirlos— y la inestabilidad de la relación entre los indicadores y la actividad dan lugar a una elevada incertidumbre a la hora de estimar el crecimiento del PIB en el trimestre corriente, ante lo cual se ha optado de nuevo por la formulación de un escenario central y dos alternativos, que difieren entre sí incluso en el corto plazo. La tasa de variación intertrimestral del PIB en el escenario central sería del -0,4 %, y del -0,9 % y 0,4 % en los dos alternativos.

Más allá del trimestre actual, los escenarios divergen en dos dimensiones: la evolución de la pandemia y las consecuencias de medio plazo de la crisis. Estos dos aspectos no son independientes entre sí, en la medida en que cabe esperar que, cuanto más desfavorables sean en el futuro los desarrollos epidemiológicos, más profundas serán las secuelas de la crisis. Las diferencias entre escenarios de acuerdo con la primera de estas dos dimensiones se concentran en 2021 y proceden, en los trimestres más inmediatos, de los supuestos acerca de la severidad de los brotes de la enfermedad y, a partir del verano, del grado de avance del proceso de inmunización de la población.

El escenario central contempla la posibilidad de que en los próximos meses surjan nuevos brotes de la enfermedad, de similar intensidad al del inicio del año, de modo que, para su contención, se precisaría aplicar restricciones de naturaleza análoga a la de las vigentes recientemente. Se proyecta, además, que la progresiva administración de las vacunas permita una retirada gradual de las medidas de contención, hasta su desaparición prácticamente plena a finales de 2021. El escenario suave asume una evolución algo más favorable

1 «Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2020-2023): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2020».

2 Las proyecciones de diciembre estaban basadas en la información disponible hasta el 18 de noviembre. En el ejercicio actual, la fecha de cierre es el 16 de marzo, excepto para los datos referidos a los mercados de exportación y 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 marzo de 2021», que emplean información hasta el 16 de febrero.

3 Así lo ponen de manifiesto los datos de pagos con tarjetas (que aproximan el consumo privado) y diversos indicadores de la movilidad de las personas.

de la pandemia desde el segundo trimestre de este año y una distribución de las vacunas más rápida, lo que posibilitaría que la incidencia económica de las eventuales medidas de contención fuera menor en los próximos trimestres. En contraposición, el escenario severo contempla la posibilidad de un repunte de mayor intensidad de la enfermedad a corto plazo, que requeriría un endurecimiento de las medidas de contención por encima de los niveles vigentes en los dos primeros meses del año. Además, la inmunidad de la población se alcanzaría de forma más tardía.

Por lo que respecta a la segunda dimensión, las diferencias entre escenarios emanan, a su vez, de dos fuentes distintas. La primera de ellas viene dada por las secuelas que la crisis sanitaria pueda dejar sobre el tejido productivo y laboral en términos de destrucción de empresas y desempleo de larga duración. Cuanto mayores fueran estos efectos, más agudo y persistente sería el impacto sobre la actividad; en estas condiciones, dicho impacto podría verse amplificado, además, por un mayor volumen de fallidos crediticios, lo que se traduciría en una menor disponibilidad de financiación al sector privado y un encarecimiento de su coste. La segunda está relacionada con el grado de persistencia de los cambios inducidos en el comportamiento de los agentes como consecuencia del COVID-19. A estos efectos se han considerado distintos supuestos acerca de las decisiones de gasto de los hogares, españoles y del resto

del mundo, y su impacto tanto directo sobre diversos agregados de demanda (consumo privado, inversión en vivienda y exportaciones de turismo) como inducido sobre el conjunto de la economía.

El ahorro de los hogares aumentó intensamente durante 2020, como consecuencia de las restricciones que las medidas de contención vigentes en cada momento impusieron sobre la materialización de cierto tipo de gastos y, en menor medida, debido a un comportamiento más precavido de los consumidores, dado el elevado grado de incertidumbre. Ello ha dado lugar a una acumulación de ahorro que, una vez resuelta la crisis sanitaria, estos agentes podrían destinar, al menos en parte, al gasto<sup>4</sup>.

En el escenario central, la tasa de ahorro disminuiría a lo largo del horizonte de proyección, pero se mantendría al final de este por encima de su nivel previo a la pandemia (véase gráfico 1). En cambio, en el escenario suave, la caída sería mayor y la tasa de ahorro se situaría muy próxima a esa última cota. Por último, en el escenario severo, el comportamiento persistentemente más cauto de los hogares conduciría a una recuperación más lenta del consumo.

El ritmo de recuperación de las exportaciones de turismo también diferiría entre los distintos escenarios. En el escenario central, la naturaleza incompleta del proceso de vacunación durante los próximos trimestres daría lugar

Gráfico 1  
TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES E ISFLSH

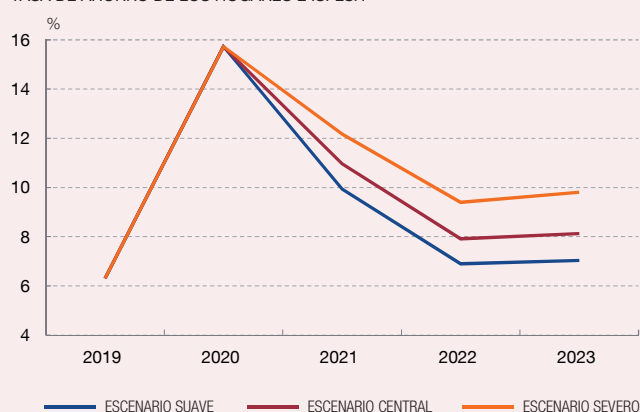
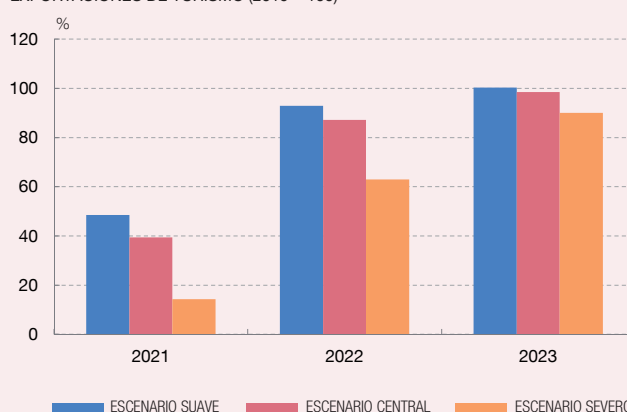


Gráfico 2  
EXPORTACIONES DE TURISMO (2019 = 100)



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

4 Véase el recuadro 4 de este Informe, «El ahorro de los hogares durante la pandemia y sus posibles efectos sobre la reactivación futura del consumo».

a que los flujos de turismo receptor no alcanzasen un grado de normalización relativamente elevado hasta 2022 (véase gráfico 2). En el escenario suave, la recuperación de este componente de demanda sería algo más temprana, mientras que, en el severo, la inmunización más tardía tanto de la población española como de la de los países emisores de turistas y el comportamiento más precavido de los hogares harían que todavía en 2023 este componente de demanda se situase por debajo de los niveles previos a la pandemia.

En comparación con el escenario central de diciembre, los cambios en los supuestos externos son, en general, modestos (véase anejo 1), y además tienden a compensarse entre sí, por lo que su efecto conjunto sobre las perspectivas de evolución de la actividad económica es también reducido, de signo negativo en 2021 y aproximadamente neutral en el bienio posterior. Al impacto ligeramente negativo en este año contribuyen el mayor nivel del precio del petróleo, un tipo de cambio del euro algo más apreciado, tipos de interés a largo plazo algo mayores y una implementación ligeramente más tardía de los proyectos asociados al programa *Next Generation EU* (NGEU). Estas revisiones compensarían, a grandes rasgos, el efecto positivo de la evolución algo más dinámica de los mercados exteriores en el corto plazo.

El PIB crecería un 6 % en media anual en 2021 bajo el escenario central, lo que, tras un primer semestre débil, sería consecuencia de la aceleración de la actividad en la segunda mitad del año, debida a los avances en el proceso de vacunación y a la implementación del

programa NGEU (véanse gráfico 3 y cuadro 1). Además, el pronunciado dinamismo del PIB en el segundo semestre de 2021 daría lugar a un potente efecto arrastre en 2022, de modo que el producto de la economía presentaría un avance también elevado el próximo año (del 5,3 %), antes de moderarse en 2023 (1,7 %). En términos de las tasas medias de crecimiento del PIB, las diferencias entre escenarios son mayores en 2021 que en los dos años finales del horizonte de proyección, lo que refleja la naturaleza más temprana de la recuperación en el escenario suave y más tardía en el severo.

Bajo el escenario central, la recuperación de los niveles prepandemia del PIB no se produciría hasta 2023 (véase gráfico 4). Esta circunstancia se adelantaría algo más de un año en el escenario suave, mientras que, en el severo, el nivel del PIB se mantendría todavía, al final del horizonte de proyección, algo por debajo del observado antes de la crisis sanitaria.

El empeoramiento de las perspectivas de evolución de la actividad en el corto plazo conduce a que la tasa media de crecimiento del PIB en 2021 bajo el actual escenario central sea inferior en 0,8 puntos porcentuales (pp) a la contemplada en el escenario análogo de diciembre, a pesar de que la recuperación posterior sea más vigorosa (véase cuadro 1). En comparación con las proyecciones de diciembre, el rango entre los niveles del PIB bajo los distintos escenarios en el cuarto trimestre de 2023 es algo más reducido, como reflejo de la disminución de las incertidumbres de naturaleza puramente epidemiológica, de modo que las diferencias subsistentes serían en mayor

Gráfico 3  
PIB REAL. TASAS DE VARIACIÓN

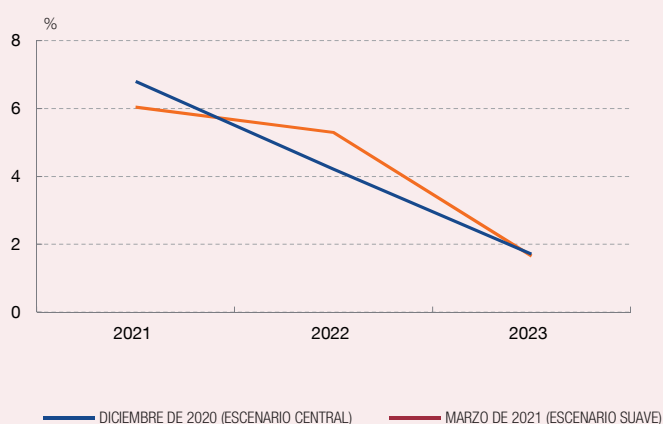
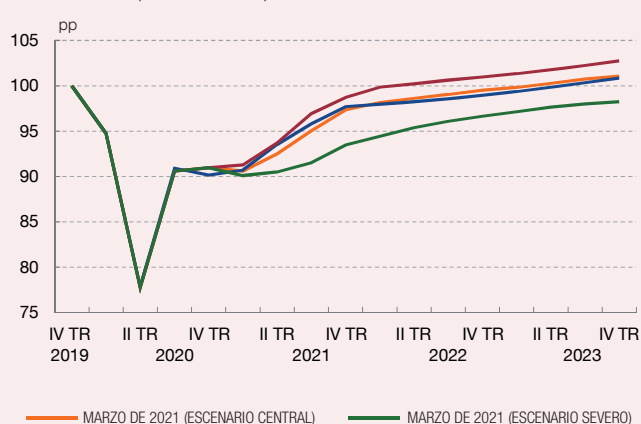


Gráfico 4  
PIB REAL. NIVEL (IV TR 2019 = 100)



FUENTES: Banco de España e INE.

medida atribuibles a la magnitud de las secuelas de medio plazo de la crisis y al comportamiento más o menos precavido de los agentes económicos en sus decisiones de gasto.

### Evolución de los principales agregados

Tras la fuerte contracción de 2020, se espera que tanto los distintos componentes de la demanda interna privada como los flujos de comercio exterior muestren un notable repunte en el conjunto de 2021, de intensidad variable en función del escenario considerado (véase cuadro 2).

El consumo privado habría experimentado probablemente un ligero descenso en el primer trimestre, debido al aumento de la severidad de las medidas necesarias para contener la pandemia en los dos primeros meses del año. En el transcurso de 2021 se espera que este agregado presente una recuperación sustancial, al compás del avance gradual del proceso de vacunación, que permitiría una relajación de las restricciones (y, por tanto, de las limitaciones al gasto en algunos bienes y servicios) y una disminución de la incertidumbre sobre la situación sanitaria y económica (y, daría lugar, de este modo, a una reducción del componente precautorio del ahorro). Como resultado, el consumo privado crecería en 2021, bajo el

escenario central, un 8,8 %, tasa que se elevaría hasta el 10,7 % en el escenario suave y alcanzaría el 6,1 % en el severo. Una vez plenamente resuelta la crisis sanitaria y restablecidos los niveles habituales de gasto, las tasas de avance del consumo tenderán también a moderarse, aunque serán todavía relativamente elevadas en el promedio de 2022 debido a los efectos arrastre positivos con origen en la segunda mitad del presente año.

Entre los componentes de la formación bruta de capital, la inversión en vivienda experimentó un retroceso especialmente severo en 2020. A lo largo del horizonte de proyección se espera que la recuperación de este componente demore su inicio hasta que se haya disipado el actual contexto de incertidumbre y se hayan fortalecido las expectativas de renta futura de los hogares, ahora debilitadas por el deterioro de las perspectivas del mercado de trabajo.

La inversión de las sociedades no financieras seguirá lastrada en el primer semestre de 2021, por la elevada incertidumbre. Se espera que, por el contrario, presente un repunte significativo en la segunda mitad del año, cuando esa incertidumbre se aminore, la demanda final se recupere y la ejecución de proyectos en el marco del NGEU proporcione un soporte adicional a la inversión

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

Tasas de variación anual

	Proyecciones de marzo de 2021 y diciembre de 2020															
	PIB				Índice armonizado de precios de consumo (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
<b>Marzo de 2021</b>																
Escenario suave	-11,0	7,5	5,5	1,6	-0,3	1,4	0,9	1,3	0,5	0,6	1,1	1,3	15,5	15,9	13,9	12,8
Escenario central	-11,0	6,0	5,3	1,7	-0,3	1,4	0,8	1,2	0,5	0,5	1,0	1,1	15,5	17,0	15,1	14,1
Escenario severo	-11,0	3,2	4,6	2,2	-0,3	1,3	0,6	1,0	0,5	0,4	0,7	0,9	15,5	18,3	17,2	16,1
<b>Diciembre de 2020</b>																
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

FUENTES: Banco de España e INE.

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

a Fecha de cierre de las proyecciones: 16 de marzo de 2021.

b Media anual.



## PROYECCIONES MACROECONÓMICAS 2021-2023 (cont.)

empresarial. La recuperación de este componente de demanda podría verse condicionada por el deterioro de la posición financiera de algunos segmentos del tejido societario, que, para cubrir las necesidades de liquidez originadas por la caída de ingresos como consecuencia de la crisis y de las medidas de contención, han tenido que recurrir a un aumento de sus niveles de endeudamiento.

Las limitaciones a los movimientos de bienes y personas a que ha dado lugar la pandemia han tenido un impacto notable sobre los intercambios comerciales con el exterior. Las restricciones están siendo mucho más severas y persistentes en el caso de los movimientos de personas, por lo que la magnitud de los efectos sobre

las exportaciones y las importaciones turísticas está siendo especialmente elevada. En el período más reciente, la aparición de nuevas variantes del virus, más contagiosas que las iniciales, ha llevado al reforzamiento de las limitaciones a la entrada de viajeros procedentes de los países con mayor incidencia de esas cepas, retrasando así las expectativas de recuperación de los flujos de turismo receptor. Bajo el escenario central, el conjunto de exportaciones e importaciones de bienes y servicios recuperaría su nivel prepandemia a mediados de 2023.

Al inicio del año, parece probable, a tenor de la información disponible, que la moderación reciente de la actividad se esté viendo acompañada por un cierto descenso de las

Cuadro 2  
PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA. 2021-2023 (a)

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

	2020	Proyecciones de marzo de 2021								
		Escenario suave			Escenario central			Escenario severo		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
PIB	-11,0	7,5	5,5	1,6	6,0	5,3	1,7	3,2	4,6	2,2
Consumo privado	-12,4	10,7	4,9	1,1	8,8	4,8	1,1	6,1	4,3	1,3
Consumo público	4,5	0,9	-0,4	1,6	1,4	-0,4	1,7	1,8	-0,6	1,5
Formación bruta de capital fijo	-12,4	9,2	10,3	1,6	7,1	9,5	1,5	4,8	8,3	3,4
Exportación de bienes y servicios	-20,9	13,1	9,3	4,9	11,1	8,2	5,3	5,8	9,5	6,0
Importación de bienes y servicios	-16,8	14,7	8,4	4,0	12,4	7,2	4,5	10,2	8,6	4,6
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	-9,1	7,8	5,1	1,3	6,2	4,9	1,4	4,4	4,3	1,7
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	-1,9	-0,3	0,4	0,3	-0,2	0,4	0,3	-1,2	0,3	0,5
PIB nominal	-10,0	8,6	6,9	3,2	7,0	6,6	3,1	3,9	5,6	3,5
Deflactor del PIB	1,1	1,0	1,3	1,6	0,9	1,2	1,4	0,7	0,9	1,2
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	-0,3	1,4	0,9	1,3	1,4	0,8	1,2	1,3	0,6	1,0
IAPC, sin energía ni alimentos	0,5	0,6	1,1	1,3	0,5	1,0	1,1	0,4	0,7	0,9
Empleo (horas)	-10,4	9,0	5,1	1,7	7,5	5,0	1,7	5,3	4,6	2,2
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	15,5	15,9	13,9	12,8	17,0	15,1	14,1	18,3	17,2	16,1
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	1,4	1,8	2,9	2,7	1,9	3,0	2,8	1,0	2,1	2,0
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-10,5	-6,8	-3,9	-3,4	-7,7	-4,8	-4,4	-9,1	-6,5	-5,8
Deuda de las AAPP (% del PIB)	117,1	115,4	112,7	112,8	117,9	116,4	117,6	122,6	123,6	125,5

FUENTES: Banco de España e INE.

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

a Fecha de cierre de las proyecciones: 16 de marzo de 2021.



horas trabajadas, en un contexto en el que la agudización de la pandemia ha llevado a la reintroducción de medidas de contención y, como resultado, a nuevos incrementos de las cifras de asalariados en ERTE y autónomos en cese de actividad. A partir del segundo trimestre, las horas trabajadas retomarían una senda ascendente, en línea con la recuperación del producto. Bajo el escenario central, el crecimiento de esta variable en 2021 sería del 7,5 %, avance que se moderaría hasta el 5 % y el 1,7 %, respectivamente, en 2022 y 2023. Como reflejo de la evolución del empleo, la tasa de paro empezaría a descender, en este escenario, a lo largo de 2021, aunque se mantendría por encima de los niveles prepandemia hasta mediados de 2023.

En el ámbito de las finanzas públicas, se espera que el saldo de las Administraciones Públicas (AAPP) mejore apreciablemente a lo largo del horizonte de proyección, como consecuencia tanto de la naturaleza temporal de las medidas discrecionales adoptadas para afrontar la pandemia como de la mejora cíclica. No obstante, al final del horizonte de proyección, el déficit público permanecería todavía en cotas muy elevadas, del 4,4 % del PIB, en el escenario central, y la deuda pública se situaría en niveles similares a los de 2020.

La inflación subyacente ha experimentado una moderación muy significativa desde el inicio de la pandemia. En el corto plazo, la interpretación de la evolución de los precios de consumo presentará algunas dificultades técnicas asociadas al COVID-19, dado que los notables cambios en la estructura de gasto de los hogares en 2020 han dado lugar a alteraciones muy significativas de las ponderaciones de los distintos grupos de bienes y servicios. A esta circunstancia se une que la imposibilidad de realizar las tomas de precios en los meses del confinamiento severo de la primavera del año pasado forzó a que se tuvieran que hacer imputaciones de los mismos. A lo largo del horizonte de proyección, se espera que la inflación subyacente presente una senda moderadamente ascendente, como consecuencia del fortalecimiento gradual de la demanda, hasta alcanzar, en promedio, el 1,1 % en 2023. A esta recuperación del crecimiento de la inflación subyacente contribuiría, en particular, un mayor dinamismo de los precios de las partidas vinculadas a la actividad turística, que mostraron en 2020 un comportamiento particularmente desinflacionista, como resultado de la caída especialmente acusada de la demanda.

En los primeros meses de 2021, se está produciendo un fuerte repunte del componente energético de la inflación, que es consecuencia, en parte, del aumento reciente del precio del petróleo y, en parte, del efecto base derivado del descenso observado justo un año antes. Bajo los supuestos actuales, este repunte revertiría en la segunda mitad de 2021, en la que este componente pasaría a presentar un perfil descendente, que se trasladaría en el promedio de 2022 al indicador general de inflación. En términos de las tasas medias anuales, se espera que, bajo el escenario central, el IAPC repunte desde el -0,2 % de 2020 hasta el 1,4 %, 0,8 % y 1,2 %, respectivamente, en cada uno de los tres años posteriores. En el promedio de 2023, la tasa de inflación sería algo más elevada bajo el escenario suave (1,3 %), y algo más moderada bajo el severo (1 %).

### Riesgos en torno al escenario central

La evolución macroeconómica continúa sometida a una elevada incertidumbre. Los riesgos que rodean las proyecciones de crecimiento de la actividad en el escenario central siguen orientados a la baja en el corto plazo, en tanto que no pueden descartarse episodios más intensos de contagios, vinculados a las nuevas cepas más infecciosas. Además, el proceso de producción de vacunas está experimentando algunas demoras que, de no superarse, podrían suponer desviaciones con respecto al calendario de inmunización considerado en el escenario central.

Más allá del corto plazo, la incertidumbre ha tendido a mitigarse en los últimos meses, al confirmarse la efectividad de las vacunas, lo que ha reducido la probabilidad de materialización de los escenarios más desfavorables. Como consecuencia, los riesgos que rodean las proyecciones de crecimiento de la actividad en el escenario central están más equilibrados en el medio plazo de lo que lo estaban hace algunos meses. A ello contribuye también el acuerdo alcanzado para la salida del Reino Unido de la Unión Europea y el impulso al crecimiento global que proporcionaría el paquete fiscal ratificado por el Congreso de Estados Unidos el 11 de marzo. Este paquete no se ha incorporado a los escenarios presentados, dado que su aprobación se produjo con posterioridad al cierre de los supuestos utilizados acerca del contexto internacional de la economía española.

Los riesgos en torno a la senda de inflación se encuentran ahora también más equilibrados. Por un lado, aunque el incremento del precio del petróleo y otras materias primas

no supone sino una normalización tras los fuertes descensos al inicio de la pandemia, cabe la posibilidad de que el aumento de las presiones de costes dé lugar a algunos efectos inflacionistas de segunda ronda sobre los precios de los bienes finales. No obstante, por otro lado, no se puede descartar que el elevado grado de holgura en el uso de los factores productivos confiera una mayor persistencia a las tendencias desinflationistas observadas a lo largo de 2020.

## ANEJO 1

### Supuestos sobre los que descansan las proyecciones

La construcción de los escenarios está condicionada a que se cumplan determinados supuestos acerca de la trayectoria de un conjunto de variables. Las hipótesis relativas a las sendas de los tipos de interés, los tipos de cambio y los precios del petróleo y de otras materias primas están basadas 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 16 de marzo. Por su parte, las sendas para los mercados de exportación y los precios de los competidores en su moneda nacional se han tomado de las «*Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2021*», que emplean información hasta el 16 de febrero.

En comparación con los escenarios de diciembre, dos son los cambios más relevantes. En primer lugar, el precio del petróleo ha repuntado significativamente desde la fecha de cierre de las anteriores proyecciones, en un contexto de recortes de la oferta de crudo y de mayor dinamismo de la economía mundial (véase cuadro 3). La curva del mercado de futuros de esta materia prima presenta una pendiente decreciente. Como resultado, en términos de los promedios anuales, el precio del petróleo presentaría un fuerte aumento en 2021, y pasaría a reducirse en el bienio posterior. En contraposición, hace tres meses se anticipaba una senda levemente ascendente para el precio de esta materia prima en el trienio 2021-2023. En segundo lugar, la evolución proyectada

para los mercados de exportación bajo el escenario central en el corto plazo es ahora más favorable que lo que se esperaba hace tres meses, lo que se refleja en una revisión al alza de 0,8 pp en 2021 con respecto al escenario análogo de diciembre.

Además, el repunte reciente en las rentabilidades negociadas en los mercados de deuda soberana a diez años se ha traducido en niveles algo más altos de esta variable a lo largo del horizonte de proyección. No se registran, en cambio, grandes variaciones en la senda de los tipos de interés a corto plazo anticipada por los mercados, ni tampoco, por tanto, en el coste de la financiación bancaria de empresas y familias, vinculado mayoritariamente a los tipos de mercado al plazo de un año.

Por su parte, el tipo de cambio del euro, variable para la que el supuesto en el horizonte de proyección se toma de su cotización en los mercados de contado, se encuentra ahora ligeramente más apreciado que hace tres meses. En concreto, la apreciación del tipo de cambio en el período de proyección en comparación con el supuesto utilizado en diciembre es de en torno a un 0,5 % en términos efectivos nominales y próxima a un 1 % frente al dólar.

En el ámbito de la política fiscal, las proyecciones de las cuentas públicas se basan, en primer lugar, en los datos más recientes de ejecución presupuestaria con criterios de Contabilidad Nacional publicados por la Intervención General de la Administración del Estado. Además, por lo que respecta a los supuestos considerados, la novedad para 2021 frente a los escenarios de diciembre viene dada por la prórroga más reciente, hasta mayo de este año, de las prestaciones a autónomos y a trabajadores en ERTE relacionadas con los efectos de la pandemia<sup>5</sup>.

En conjunto, se estima que las medidas aprobadas en 2020 encaminadas a combatir las consecuencias del COVID-19 supusieron un aumento del gasto de en torno a 3,5 pp de PIB, y las correspondientes cifras para el

5 Adicionalmente, el Consejo de Ministros de 12 de marzo aprobó un programa de apoyo a empresas con problemas de viabilidad como consecuencia de la pandemia por un monto total de 11 mm de euros. Este programa no ha sido incorporado en los escenarios, dado que su fecha de aprobación ha estado muy cerca de la de cierre de las proyecciones y el grado de detalle de las medidas exige un análisis riguroso y pormenorizado. Del volumen total de recursos aprobados, unos 7 mm se otorgarán en forma de ayudas directas a las empresas de los sectores más afectados (turismo, restauración y pequeño comercio) y, por tanto, aumentarán el déficit de las AAPP. El resto se destinará a la reestructuración de deudas de empresas que operan en esos sectores (3 mm) y a la inyección de capital en algunas compañías (1 mm), lo que, en este último caso, comporta aumentos de los activos financieros y de la deuda de las AAPP.

período de proyección serían de 1,4 pp en 2021 y 0,3 pp tanto en 2022 como en 2023<sup>6</sup>.

Finalmente, los supuestos relativos al programa NGEU apenas han sido modificados frente a los formulados en diciembre, dada la ausencia de nueva información, a la espera del envío a la Comisión Europea del Programa de

Recuperación y Resiliencia. En todo caso, se ha procedido a revisar el patrón temporal de gasto, de forma que, frente a los escenarios de diciembre, se asume ahora un retraso de un trimestre en los gastos de inversión financiados por el programa. Como resultado, en 2021 se incorpora el 100 % de los gastos corrientes y el 55 % de los gastos de inversión anunciados por el

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

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

		Proyecciones de marzo de 2021			Diferencia entre las previsiones actuales y las del escenario análogo de diciembre de 2020 (b)		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023
Entorno internacional							
Mercados de exportación de España (c)	Escenario suave	10,1	5,7	3,2	-2,1	0,3	-0,1
	Escenario central	-11,3	7,7	5,4	0,8	0,1	-0,3
	Escenario severo		3,6	3,0	3,4	-1,1	-1,5
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	42,3	64,9	61,3	58,9	20,9	15,7	11,9
Condiciones monetarias y financieras							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,14	1,20	1,19	1,19	0,01	0,01	0,01
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (d) (nivel 2000 = 100)	117,8	121,8	121,6	121,6	0,8	0,6	0,6
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses) (e)	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	0,0	0,0	0,1
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años) (e)	0,4	0,3	0,6	0,8	0,2	0,2	0,3

FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

- a Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 16 de marzo de 2021. Las cifras en niveles son promedios anuales, y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- b Las diferencias son en tasas para los mercados de exportación, en nivel para el precio del petróleo y el tipo de cambio dólar/euro, porcentuales para el tipo de cambio efectivo nominal y en puntos porcentuales para los tipos de interés.
- c Los supuestos acerca del comportamiento de los mercados de exportación de España presentados en el cuadro se obtienen a partir de las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2021».
- d Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
- e Para el período de proyección, los valores del cuadro constituyen supuestos técnicos, elaborados siguiendo la metodología del Eurosistema. Estos supuestos se basan en los precios negociados en los mercados de futuros o en aproximaciones a estos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.

- 6 Además, las proyecciones para 2021 mantienen un conjunto de medidas ya consideradas en diciembre, entre las que cabe destacar las que emanan de la Ley de Presupuestos Generales del Estado y de la Seguridad Social (PGE), lo que incluye una estimación de los impactos recaudatorios de los nuevos impuestos que entran en vigor este ejercicio, y las alzas del 0,9 % de las pensiones y de la remuneración de los empleados públicos, del 1,8 % de las prestaciones contributivas y del 5 % del Indicador Público de Renta de Efectos Múltiples, o IPREM.
- 7 En los escenarios de diciembre se había incorporado el 70 % de la inversión anunciada para 2021. Véase el recuadro 2 («El impacto de la iniciativa NGEU en los escenarios de la economía española») de *Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2020-2023): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2020*, para una ampliación de detalles acerca de estos supuestos y acerca de posibles escenarios alternativos.

Gobierno para ese año<sup>7</sup>. En el conjunto del horizonte de proyección 2021-2023, se incluyen el 80 % de las transferencias totales disponibles, tanto para consumo corriente como para inversión.

Para el período 2022-2023, las proyecciones se apoyan en los supuestos técnicos habituales para las partidas para las que no existe información específica. Por un lado, las rúbricas sujetas a una mayor discrecionalidad —entre las que destacan por su tamaño las compras o la inversión pública— evolucionarían en línea con el crecimiento potencial de la economía. Por otro lado, la

trayectoria de las restantes partidas que componen las cuentas de las AAPP vendría determinada, en ausencia de medidas, por sus determinantes habituales<sup>8</sup>.

Dados este conjunto de proyecciones presupuestarias 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 neto de los fondos europeos<sup>9</sup>, sería expansivo en 2020 y 2021 (en 2,1 pp y 1,2 pp de PIB, respectivamente), y aproximadamente neutral en el resto del horizonte de previsión.

---

8 En concreto, se asume que los ingresos públicos crecerán en línea con sus bases impositivas, que dependen principalmente del contexto macroeconómico. Algo similar sucede con el gasto en pensiones —cuya evolución viene determinada por las tendencias demográficas y por la indicación prevista de su importe con el IPC—, 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—.

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

**EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE BENEFICIOS DE LAS EMPRESAS COTIZADAS DESDE EL INICIO DE LA CRISIS DEL COVID-19**

Irene Roibas

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 12 de marzo

El impacto de la crisis del COVID-19 sobre los índices bursátiles ha sido heterogéneo por regiones geográficas. En particular, los índices de las bolsas de los países del área del euro —y, en especial, de España— han mostrado una evolución menos favorable que los de Estados Unidos. Este comportamiento ha reflejado el diferente impacto que los inversores esperan que la crisis tenga sobre los beneficios futuros de las empresas cotizadas en estas regiones y su grado de incertidumbre<sup>1</sup>. Esta evolución ha estado también condicionada por el peso de los distintos sectores económicos en los índices bursátiles. En concreto, el sector bancario tiene un mayor peso relativo en el IBEX-35 y es uno de los sectores que han experimentado mayores retrocesos y cuyas expectativas de beneficios se han reducido con mayor intensidad.

Como muestra el gráfico 1, el nivel de los beneficios por acción que el promedio de los analistas<sup>2</sup> esperaba que las empresas que forman parte del S&P 500, el EURO STOXX 50 y el IBEX-35 alcanzaran en 2022 se redujo en torno a un 5 % entre principios de febrero y finales de marzo de 2020, fundamentalmente como consecuencia de la expansión global de la pandemia. Durante los meses siguientes, ante el agravamiento de la crisis sanitaria, los analistas siguieron revisando a la baja estas expectativas, proceso que fue mucho más pronunciado en el caso de las compañías que forman parte del IBEX-35 y que reflejó, en buena medida, el mayor impacto económico relativo de la crisis en España y en los países a los que están expuestas las empresas españolas cotizadas<sup>3</sup>.

Mientras que los beneficios esperados en 2022 para las empresas que forman parte del S&P 500 comenzaron a repuntar a mediados de julio, en Europa y en España este proceso no tuvo lugar hasta principios de noviembre, tras el anuncio del desarrollo de vacunas efectivas contra el virus. Desde entonces, la mejora de las expectativas de beneficios de cara al ejercicio 2022 ha sido relativamente

modesta y se prevé que estos aún se sitúen en niveles en torno a un 20 % y a un 30 % inferiores a los esperados en febrero de 2020 para las empresas incluidas en el EURO STOXX 50 y el IBEX-35, respectivamente. El comportamiento más favorable de los beneficios esperados para las empresas incluidas en el S&P 500 estaría en línea con las mejores perspectivas de recuperación económica de Estados Unidos con respecto al área del euro. En todo caso, conviene señalar que el promedio de los analistas prevé que el impacto negativo de la pandemia sobre los beneficios de las empresas cotizadas en 2022 sea inferior al que se registrará en 2021, lo que sería coherente con una recuperación gradual de la actividad de las empresas a lo largo del horizonte de previsión, algo más intensa en el caso de las cotizadas españolas.

Como se puede apreciar en el gráfico 2, la incertidumbre relativa a las previsiones de beneficios para 2022, aproximada por el coeficiente de variación de las estimaciones de los analistas, se incrementó de forma generalizada al comienzo de la pandemia y solo se ha reducido gradualmente a lo largo de los últimos meses. Este aumento de la incertidumbre ha resultado más intenso y persistente en el caso de las empresas que forman parte del IBEX-35. En todo caso, en los tres mercados analizados, el nivel de incertidumbre en las previsiones de beneficios es mayor para el ejercicio 2021 que para el 2022. De nuevo, ello sugiere que los inversores esperan que el contexto en el que las empresas desarrollan su actividad vaya normalizándose progresivamente en los próximos trimestres. En términos relativos, este proceso de normalización sería más intenso en el caso de las empresas cotizadas españolas.

El impacto de la pandemia en las expectativas de beneficios empresariales también ha sido heterogéneo por sectores económicos. El gráfico 3 muestra la evolución de las expectativas de beneficios para 2022 de las

1 Según los modelos de valoración de las acciones, las expectativas de beneficios a largo plazo son, junto con la aversión al riesgo de los inversores y la evolución prevista del tipo de interés libre de riesgo, determinantes fundamentales de la cotización bursátil de las distintas compañías. Véase, por ejemplo, J. B. Durham (2013), «Which component of treasury yields belongs in equity valuation models? An application to the S&P 500», *The Journal of Portfolio Management*, 39(4), pp. 80-90.

2 Las expectativas de beneficios han sido extraídas de la base de datos I/B/E/S.

3 La evolución de las expectativas de beneficios de las empresas incluidas en estos índices puede no ser representativa de la que muestre el conjunto de las empresas (cotizadas y no cotizadas) de estos países. Por ejemplo, el IBEX-35 solo incluye las empresas españolas de mayor capitalización bursátil. Dado que, en su mayoría, estas compañías constituyen grandes grupos internacionales, cuyos beneficios se ven muy influidos por la evolución de la actividad —no solo en nuestro país, sino también en otras regiones mundiales (en particular, en América Latina)—, sus dinámicas económicas pueden diferir, en ocasiones sustancialmente, de las que presentan otras empresas españolas con un menor grado de internacionalización.

## EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE BENEFICIOS DE LAS EMPRESAS COTIZADAS DESDE EL INICIO DE LA CRISIS DEL COVID-19 (cont.)

empresas incluidas en los subíndices sectoriales del FTSE SPAIN<sup>4</sup> desde el inicio de la crisis sanitaria. En línea

con el mayor impacto de la crisis sobre ciertos segmentos de la actividad económica, en los primeros meses de la

Gráfico 1  
EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE BENEFICIOS POR ACCIÓN (BPA)  
DE LAS EMPRESAS COTIZADAS (a)

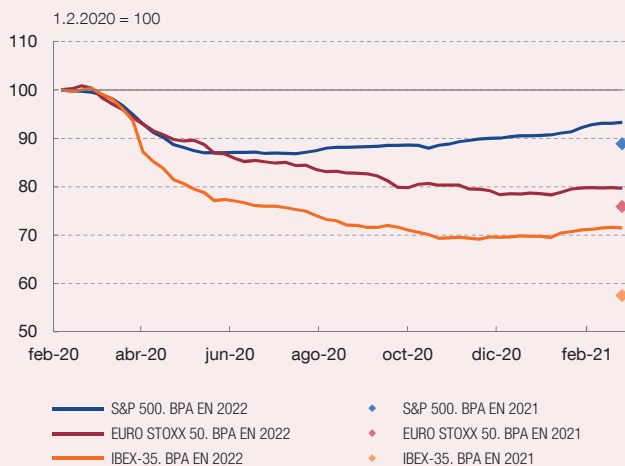


Gráfico 2  
EVOLUCIÓN DE LA DISPERSIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE BENEFICIOS  
POR ACCIÓN DE LAS EMPRESAS COTIZADAS (b)

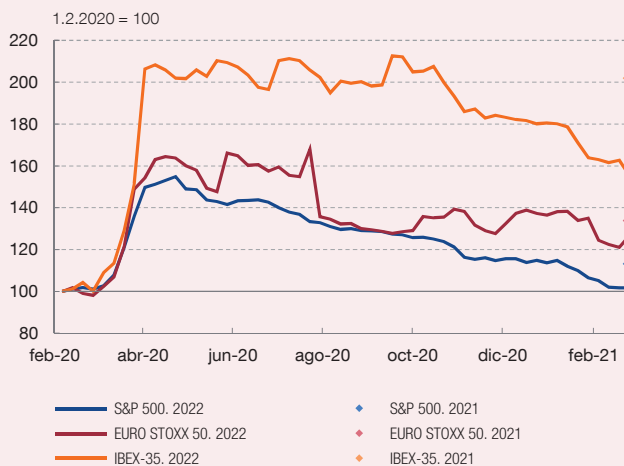


Gráfico 3  
EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE BENEFICIOS POR ACCIÓN PARA 2022  
DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS COTIZADAS POR SECTOR (a) (c)

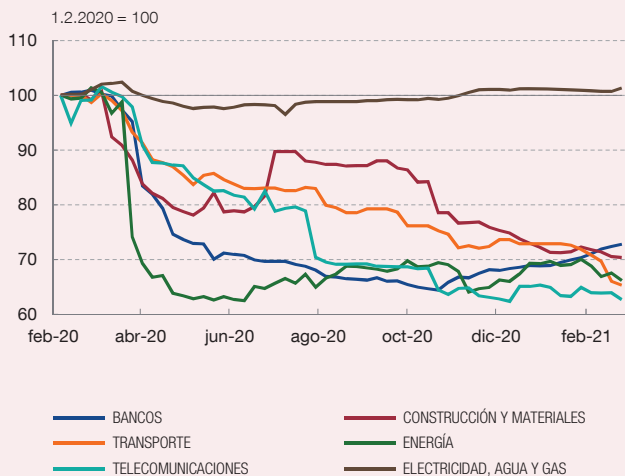
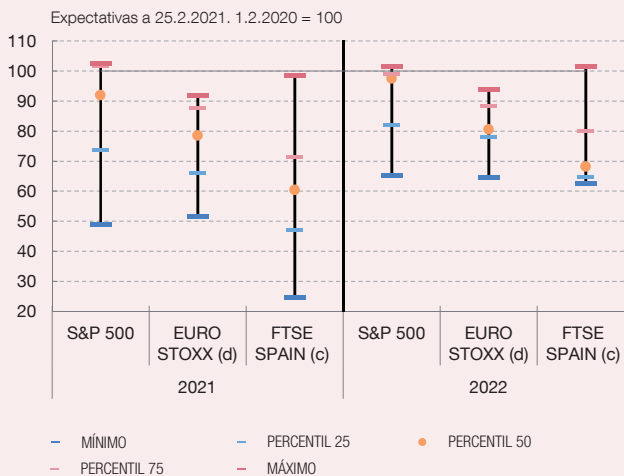


Gráfico 4  
DISTRIBUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE BENEFICIOS POR ACCIÓN  
DE LAS EMPRESAS COTIZADAS POR SECTOR (a)



FUENTE: I/B/E/S Thomson Reuters Datastream.

- a Media de las estimaciones de los analistas.  
b Coeficiente de variación de las estimaciones de los analistas.  
c Véanse notas 4 y 5 del recuadro.  
d Véase nota 4 del recuadro.

4 Al no tener información por sector de las expectativas de beneficios de las empresas del IBEX-35, se ha utilizado el FTSE Spain, que incluye un conjunto más amplio de empresas, dado que incorpora también las de mediana y pequeña capitalización bursátil. Por el mismo motivo, en el caso del área del euro se ha utilizado el EURO STOXX, que es un subconjunto del índice STOXX Europe 600 que incluye solo empresas de la eurozona.

**EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE BENEFICIOS DE LAS EMPRESAS COTIZADAS DESDE EL INICIO DE LA CRISIS DEL COVID-19 (cont.)**

pandemia, las expectativas de beneficios disminuyeron de forma más acusada en el sector energético y en el bancario<sup>5</sup>. Aunque desde principios de noviembre el desarrollo de las vacunas ha propiciado una estabilización en la evolución de los beneficios esperados en estos sectores —incluso una cierta mejora en el sector bancario—, las expectativas continúan siendo muy inferiores a las que había antes de la crisis. Esta heterogeneidad sectorial también se observa en las empresas cotizadas de la zona del euro y de Estados Unidos, como puede apreciarse en el gráfico 4, que

muestra la distribución de los beneficios esperados, en la fecha de cierre de este recuadro, para 2021 y 2022 de las empresas incluidas en los índices sectoriales del S&P 500, el EURO STOXX y el FTSE SPAIN, en comparación con los niveles previstos a principios de 2020. Se observa, además, una reducción generalizada de la dispersión entre sectores en 2022 con respecto a la de 2021, especialmente en el caso del índice español, debido fundamentalmente a las mejores expectativas para el año que viene en los sectores más afectados por la pandemia.

---

5 No se dispone de información sobre las expectativas de beneficios para algunos sectores, como el inmobiliario o el de bienes y servicios comerciales. Dentro de este último se incluyen las ramas del turismo y el ocio, cuyas expectativas de beneficios se habrían visto muy afectadas por la pandemia.



**ANÁLISIS DE LOS PLANES DE POLÍTICA FISCAL EN ESTADOS UNIDOS**

Susana Párraga y Moritz Roth

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 2 de marzo

Desde el comienzo de la pandemia de COVID-19, la respuesta de la política fiscal en Estados Unidos ha sido muy significativa<sup>1</sup>. No obstante, la persistencia de la crisis sanitaria ha hecho necesario que recientemente se amplíe el estímulo inicial con dos nuevos paquetes fiscales, uno ya aprobado en diciembre de 2020 y otro anunciado en enero de 2021. Fundamentalmente, estos paquetes extenderán temporalmente, y de manera secuencial, varias medidas de apoyo a empresas y a hogares que expiraban a finales de 2020. Entre ellas, destacan los préstamos a pymes bajo el Programa de Protección de Salarios (PPP, por sus siglas en inglés), las extensiones de la prestación por desempleo y las transferencias directas de pago único a individuos (véase gráfico 1.1). Si el plan anunciado en enero se aprobase en su totalidad, el montante conjunto de ambos paquetes podría superar el 14 % del PIB y se concentraría en los primeros trimestres de este año.

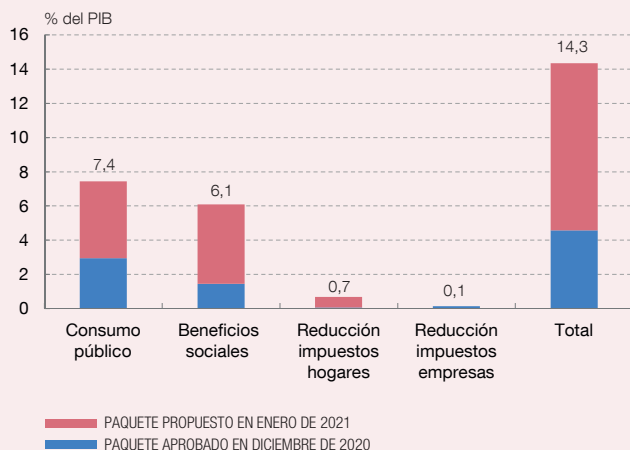
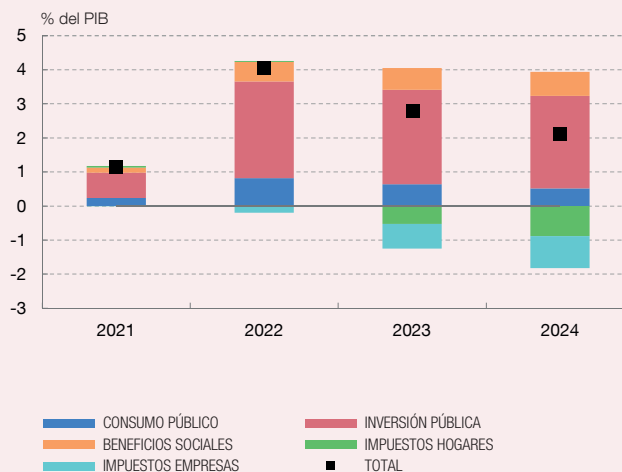
Al margen de estos dos programas de estímulo, el presidente Biden también incluía en su programa electoral<sup>2</sup> un plan de estímulo fiscal que podría movilizar recursos por un montante de hasta el 10 % del PIB para el período comprendido entre finales de 2021 y finales de 2024. Esta propuesta estaría centrada en un cuantioso plan de infraestructuras, que se vería acompañado de aumentos del consumo público y de las transferencias sociales (véase gráfico 1.2). Además, por el lado de los ingresos, este plan supondría aumentos impositivos sobre las grandes empresas y los hogares de rentas más altas, lo que permitiría financiar en parte el incremento del gasto y reducir selectivamente la carga fiscal de los hogares con menores rentas<sup>3</sup>.

En este recuadro se simulan los efectos económicos sobre Estados Unidos y el resto del mundo de estos tres

Gráfico 1

**LOS PLANES DE POLÍTICA FISCAL EN ESTADOS UNIDOS**

La persistencia de la crisis sanitaria ha llevado a las distintas fuerzas políticas estadounidenses a plantear la conveniencia de adoptar medidas fiscales adicionales.

**1 MEDIDAS FISCALES PARA PALIAR LOS EFECTOS DEL COVID-19 EN 2021****2 PLAN FISCAL ELECTORAL DEL PRESIDENTE BIDEN**

**FUENTE:** Banco de España, a partir de la Oficina Presupuestaria del Congreso, las propuestas electorales demócratas y, entre otros analistas especializados, las proyecciones del Comité para un Presupuesto Federal Responsable y el Centro de Política Impositiva.

**NOTA:** El PIB que se utiliza como denominador para determinar la magnitud de las medidas ya incorpora el efecto macro de estas.

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

2 Véase <https://joebiden.com/joes-vision/>.

3 Véase Tax Policy Center (2020), «An updated analysis of former Vice President Biden's tax proposals», 15 de octubre de 2020.



paquetes fiscales empleando el modelo NiGEM<sup>4</sup>. La composición de los paquetes fiscales condiciona su impacto económico, dado que los multiplicadores fiscales<sup>5</sup>, que solo pueden estimarse con una notable incertidumbre, varían significativamente según el instrumento de política económica utilizado. Así, los multiplicadores implícitos en el modelo NiGEM se sitúan en 0,8 para el consumo público, en 1,0 para la inversión pública, en 0,2 para las transferencias e impuestos a hogares y en 0,1 para las medidas impositivas a empresas. De acuerdo con este modelo, las medidas fiscales aprobadas en diciembre de 2020 y las propuestas en enero de este año aumentarían un 5 % el nivel del PIB estadounidense en 2021, efecto que se iría disipando gradualmente en los años siguientes<sup>6</sup>

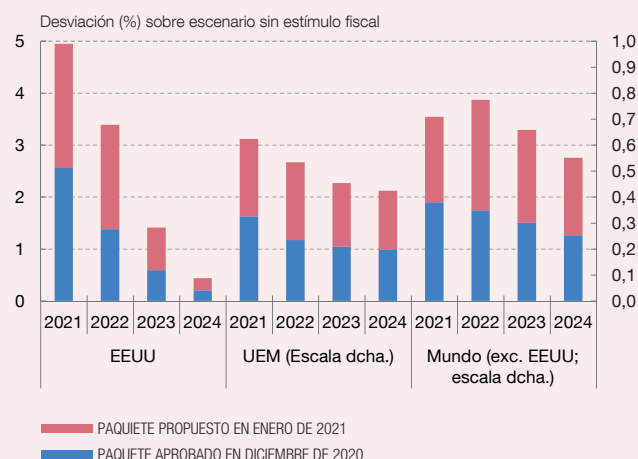
(véase gráfico 2.1). Conviene señalar que ambos paquetes presentan un impacto sobre el PIB parecido, ya que la propuesta de enero, si bien moviliza más fondos, daría lugar a un multiplicador fiscal menor, al destinar gran parte de estos a transferencias sociales.

En cuanto a los efectos de desbordamiento (*spillover*) sobre el resto del mundo, el estímulo fiscal combinado de estos dos programas estadounidenses tendría efectos positivos sobre el PIB mundial (véase, de nuevo, el gráfico 2.1), principalmente como consecuencia del aumento de la demanda de este país en los mercados globales. En particular, el nivel del PIB mundial (excluyendo Estados Unidos) aumentaría un 0,7 % en 2021, efecto que se iría

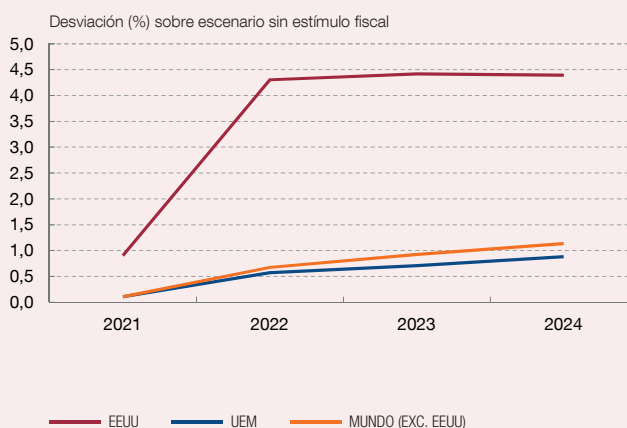
Gráfico 2  
IMPACTO MACROECONÓMICO GLOBAL DE LOS PLANES FISCALES EN ESTADOS UNIDOS

Los paquetes fiscales adicionales en Estados Unidos tendrían efectos positivos sobre la actividad económica de este país y del resto del mundo.

1 EFECTOS SOBRE EL PIB DE EEUU Y OTRAS ECONOMÍAS DE LAS MEDIDAS FISCALES PARA PALIAR LOS EFECTOS DEL COVID-19



2 EFECTOS SOBRE EL PIB DE EEUU Y OTRAS ECONOMÍAS DEL PLAN FISCAL ELECTORAL



FUENTE: Banco de España, a partir de simulaciones con el National Institute Global Econometric Model (NiGEM).

4 La documentación del modelo, desarrollado por el National Institute of Economic and Social Research, está disponible en <https://nimodel.niesr.ac.uk/>. La simulación incorpora diversos supuestos; entre ellos, que los planes anunciados se aprueban en su totalidad. Además, se asume que la política monetaria no reacciona al estímulo fiscal hasta 2024, año a partir del cual esta responde endógenamente al aumento sostenido de la inflación causado por la política fiscal. También se considera que las expectativas son adaptativas y que los tipos de cambio nominales permanecen constantes.

5 Los multiplicadores fiscales miden el impacto en el PIB derivado de un cambio en un determinado instrumento fiscal por una cuantía equivalente al 1 % del PIB. Los multiplicadores implícitos en el modelo NiGEM son coherentes con la literatura para Estados Unidos. Véanse IMF Working Paper WP/1073 y V. Ramey (2019), «Ten years after the financial crisis: what have we learned from the renaissance in fiscal research?», *Journal of Economic Perspectives*, 33(2), pp. 89-114.

6 Estos resultados se encuentran en línea con las estimaciones de otros analistas especializados de Estados Unidos, si bien los distintos estudios difieren en la magnitud y composición del impulso fiscal, así como en el tipo de modelo utilizado. Véanse, por ejemplo, el análisis del Comité para un Presupuesto Federal Responsable, «The Response & Relief Act Would Support the Economic Recovery»; el de Brookings, «The macroeconomic implications of Biden's \$1.9 trillion fiscal package», y el «Penn Wharton Budget Model Analysis of the Biden Platform».

disipando gradualmente pero que aún alcanzaría un 0,5 % en 2024<sup>7</sup>. Para el área del euro, los efectos serían ligeramente inferiores: el nivel del PIB se incrementaría alrededor de un 0,6 % en 2021 y un 0,4 % en promedio anual los años siguientes. Estos resultados son coherentes con la evidencia empírica sobre los efectos de desbordamiento en el resto del mundo de las expansiones fiscales en Estados Unidos<sup>8</sup>.

En comparación con estos dos programas, el plan fiscal electoral del presidente Biden, cuya materialización es todavía muy incierta, presentaría un multiplicador fiscal más elevado y tendría unos efectos positivos sobre la actividad más persistentes, debido a su sesgo hacia la inversión pública<sup>9</sup>. Si este plan se implementara en su totalidad, el nivel del PIB de Estados Unidos aumentaría un 1 % adicional en 2021 y un 4,4 % más en promedio anual de 2022 a 2024 (véase gráfico 2.2). Asimismo, este plan podría aumentar un 0,1 % adicional tanto el PIB mundial como el del área del euro en 2021. Los efectos sobre la actividad económica serían mayores para el

período comprendido entre 2022 y 2024, durante el cual el PIB mundial y el del área del euro aumentarían, respectivamente, un 0,9 % y un 0,7 % en promedio anual.

Los resultados que se presentan en este recuadro deben tomarse con cautela y como una primera aproximación a los efectos potenciales de los paquetes fiscales analizados sobre la actividad económica. Por un lado, el impulso fiscal que se implemente finalmente podría ser inferior al anunciado, dadas la ambición de las propuestas y las dinámicas políticas en Estados Unidos. Además, mientras estén activas, las medidas de distanciamiento social y de contención de la pandemia podrían suponer que el multiplicador fiscal de estos programas de estímulo sea menor que el que se ha documentado empíricamente en otros episodios previos<sup>10</sup>. Por último, si bien en las simulaciones se tienen en cuenta los lazos comerciales entre las distintas economías mundiales, no se consideran otros posibles canales de transmisión (como los financieros) o los efectos sobre la incertidumbre y la confianza.

7 Las simulaciones dan como resultado efectos de desbordamiento relativamente persistentes en el resto del mundo, por la combinación de un aumento de la demanda externa estadounidense, así como de la del resto de economías, y una apreciación real del dólar frente al resto de las monedas.

8 Véanse A. Ilori, J. Paez-Farrell y C. Thoenissen (2020), *Fiscal policy shocks and international spillovers*, CAMA Working Paper 95/2020, noviembre, y P. Blagrove, G. Ho, K. Koloskova y E. Vesperi (2017), «Fiscal spillovers: the importance of macroeconomic and policy conditions in transmission», *Spillover Notes*, 11, FMI.

9 El modelo no permite incorporar algunos detalles de los planes fiscales que podrían afectar a los resultados. Por ejemplo, se emplea el cambio presupuestario neto de las medidas impositivas y no se incluyen algunas medidas destinadas a hogares con ingresos medios más bajos. En la medida en que estos hogares suelen tener una elevada propensión marginal a consumir, el efecto total del estímulo fiscal que se presenta en este recuadro podría estar sesgado a la baja. Por otra parte, las medidas fiscales que afectan a los agentes con rentas más altas podrían provocar cambios significativos en su comportamiento, que les hagan reducir su oferta de trabajo (hogares) o su nivel de inversión (hogares y empresas), lo que sesgaría los resultados en la dirección contraria.

10 Véase Oficina Presupuestaria del Congreso (2020), *Key methods that CBO used to estimate the effects of pandemic related legislation on output*, Working Paper 2020-07.

## EL AHORRO DE LOS HOGARES DURANTE LA PANDEMIA Y SUS POSIBLES EFECTOS SOBRE LA REACTIVACIÓN FUTURA DEL CONSUMO

José Antonio Cuenca, Carmen Martínez Carrascal y Ana del Río

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 10 de marzo

Un aspecto destacable asociado a la crisis económica provocada por la pandemia de COVID-19 ha sido el extraordinario aumento que ha experimentado la tasa de ahorro de los hogares (véase gráfico 1). En efecto, entre enero y septiembre de 2020 (último dato disponible), tanto en España como en la zona del euro, el ahorro de las familias fue en torno a 3,5 puntos porcentuales (pp) de PIB superior al observado, en promedio, en los tres

primeros trimestres de los últimos cinco años (véase gráfico 2). Una parte significativa de ese exceso de ahorro se ha acumulado en forma de depósitos bancarios (véase gráfico 3).

Esta evolución del ahorro ha sido el reflejo de una caída del consumo de los hogares mucho más acusada que la de las rentas, pues estas últimas han estado sostenidas,

Gráfico 1  
TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES (a)

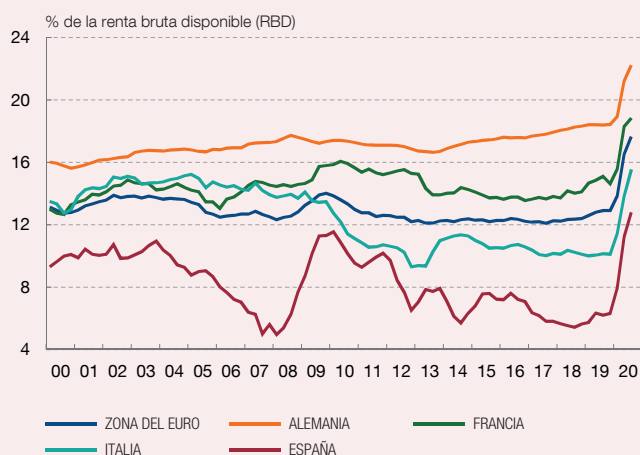


Gráfico 2  
EXCESO DE AHORRO EN LOS TRES PRIMEROS TRIMESTRES DE 2020  
Diferencia en relación con el ahorro promedio observado en el mismo período de los últimos cinco años

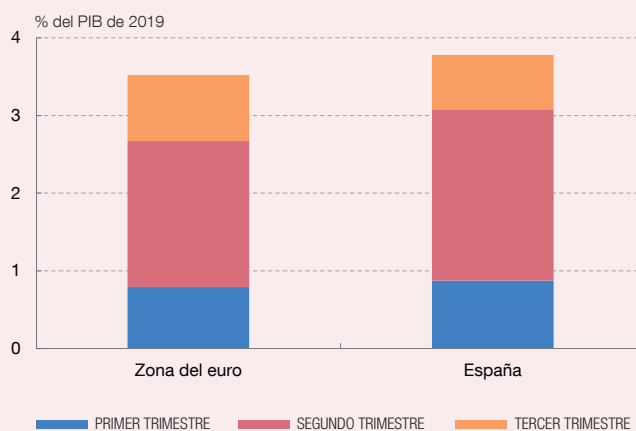


Gráfico 3  
DEPÓSITOS BANCARIOS DE LOS HOGARES  
Flujos acumulados de doce meses

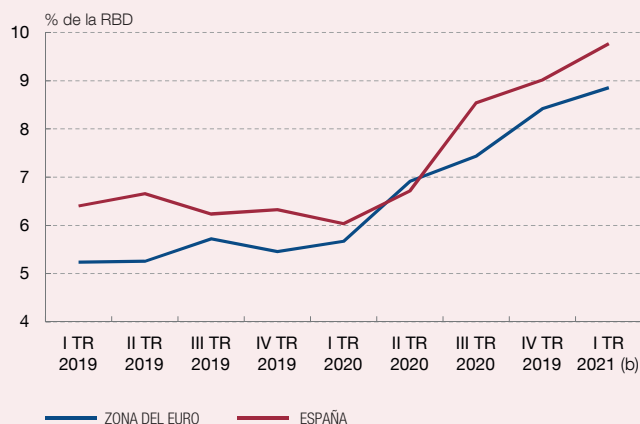
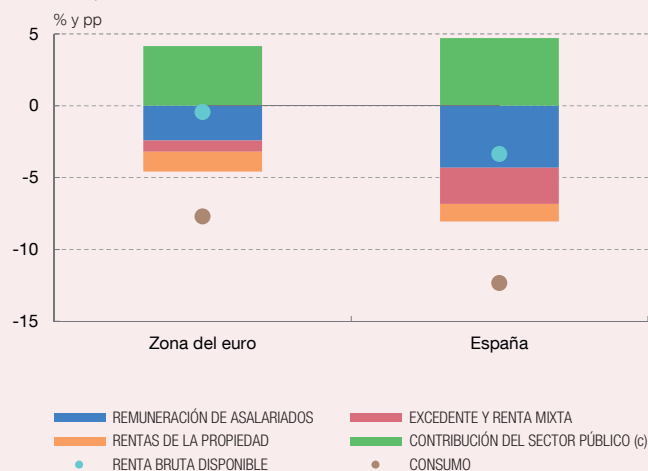


Gráfico 4  
LA RENTA Y EL CONSUMO DE LOS HOGARES  
Acumulado en los tres primeros trimestres de 2020. Avance interanual y contribuciones. Deflactado por IAPC



FUENTES: Eurostat, INE, BCE, Banco de España y cálculos propios.

a Media móvil de cuatro trimestres. La RBD está ajustada de la variación de derechos de los fondos de pensiones.

b Los datos correspondientes al primer trimestre de 2021 se refieren al mes de enero.

c Incorpora la aportación de las prestaciones sociales distintas de las transferencias en especie, las cotizaciones sociales y los impuestos personales.

## EL AHORRO DE LOS HOGARES DURANTE LA PANDEMIA Y SUS POSIBLES EFECTOS SOBRE LA REACTIVACIÓN FUTURA DEL CONSUMO (cont.)

en cierta medida, por las ayudas públicas que se han desplegado para mitigar los efectos económicos adversos de la pandemia (véase gráfico 4). A su vez, varios factores han contribuido al histórico retroceso del consumo privado, más allá de la propia disminución de los ingresos de las familias. Así, una parte de la caída del consumo sería consecuencia del deseo de los hogares de incrementar su ahorro por motivo de precaución, ante las actuales circunstancias sanitarias y económicas, de gran incertidumbre<sup>1</sup>. En esta coyuntura, la percepción de los hogares sobre su situación financiera futura o acerca de la evolución del desempleo se ha deteriorado de forma notable (véase gráfico 5).

El comportamiento del consumo privado en los últimos trimestres también se habría visto sensiblemente influido por las restricciones que las autoridades han venido imponiendo a la movilidad de las personas y a la realización de determinadas actividades, para contener la expansión de la pandemia. En gran medida, estas restricciones, que sin duda distinguen esta crisis de cualquier otro episodio recesivo reciente, junto al miedo al contagio, han impedido, desde el comienzo de la crisis sanitaria, que las familias alcancen su nivel de consumo deseado. Esto ha generado un importante volumen de ahorro, que podría calificarse como de carácter forzoso<sup>2</sup>. En este sentido, los modelos de consumo empleados por el Banco de España sugieren que la bolsa de ahorro forzoso acumulada hasta el tercer trimestre de 2020 podría situarse próxima al 2,5 % del PIB tanto en la zona del euro como en España (véase gráfico 6)<sup>3</sup>. El hecho de que el retroceso más pronunciado del consumo se haya observado precisamente en aquellas partidas de gasto asociadas al transporte o que conllevan un mayor grado de interacción social y que, por tanto, se han visto más

afectadas por las restricciones apuntaría también al carácter predominantemente forzoso del aumento del ahorro de los hogares (véase gráfico 7).

En los próximos meses, es de esperar que el avance en el proceso de vacunación permita una relajación gradual de las medidas de contención de la pandemia aún en vigor y contribuya a una disminución progresiva de la incertidumbre sobre la situación sanitaria y económica. Esto permitiría, a su vez, liberar una parte de la bolsa de ahorro privado acumulada, lo que podría imprimir un mayor vigor a la recuperación del consumo. En todo caso, la magnitud de este efecto está sujeta a una elevada incertidumbre, y algunos argumentos sugieren que su impacto podría ser relativamente limitado.

En primer lugar, una parte importante del consumo no satisfecho en los últimos trimestres como consecuencia de las restricciones es atribuible al gasto en servicios, que, por lo general, no es aplazable. En este sentido, cuando los hábitos de consumo se restauren, no es previsible que al gasto habitual en determinados servicios, como la restauración o el ocio, se le añada el no materializado durante la crisis sanitaria.

En segundo lugar, la extraordinaria bolsa de ahorro que se ha acumulado desde el comienzo de la pandemia se concentra principalmente en las rentas más altas, cuya propensión marginal a consumir es menor<sup>4</sup>. Los hogares con las rentas más bajas no solo tienen una menor capacidad de ahorro, sino que el aumento de este durante los últimos trimestres también podría haber sido más limitado o, incluso, en algunos casos, haber sido inexistente, a pesar de que las medidas de apoyo público han contribuido a preservar sus ingresos<sup>5</sup>. En este sentido, cabe señalar, por una parte, que los trabajadores con rentas más

1 Véase, por ejemplo, D. Christelis, D. Georgarakos, T. Jappelli y G. Kenny (2020), *The COVID-19 crisis and consumption: survey evidence from six EU countries*, Documentos de Trabajo n.º 2507, Banco Central Europeo.

2 Véanse la encuesta de Deutsche Bundesbank (2020), «Households' saving behaviour during the pandemic», *Monthly Report*, diciembre, y el análisis para la zona del euro presentado en «COVID-19 and the increase in household savings: precautionary or forced?», *Boletín Económico*, 6/2020, Banco Central Europeo.

3 Esta cuantificación se obtiene, para la UEM, a partir de la ecuación del consumo presentada en A. del Río y J. A. Cuenca (2020), «La renta y el ahorro de los hogares en la zona del euro durante la primera ola de la pandemia», *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España; y, para España, utilizando la ecuación del consumo incluida en el Modelo Trimestral del Banco de España. El ahorro forzoso se calcula a partir del error de previsión de estas ecuaciones, tomando como observados los datos hasta el primer trimestre de 2020. El ahorro forzoso se elevaría en un 1 pp si el cálculo se realiza tomando como último dato observado el cuarto trimestre de 2020. La Comisión Europea, en su informe de previsiones de invierno de 2021, estima un exceso de ahorro del 3 % del PIB en la zona del euro.

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

5 Véase, para el Reino Unido, la evidencia que proporcionan A. Davenport, R. Joyce, I. Rasul y T. Waters (2020), *Spending and saving during the COVID-19 crisis: evidence from bank account data*, The Institute for Fiscal Studies.

## EL AHORRO DE LOS HOGARES DURANTE LA PANDEMIA Y SUS POSIBLES EFECTOS SOBRE LA REACTIVACIÓN FUTURA DEL CONSUMO (cont.)

Gráfico 5  
EXPECTATIVAS DE LOS HOGARES SOBRE LA EVOLUCIÓN DEL DESEMPEÑO Y SU SITUACIÓN FINANCIERA  
Encuesta de Confianza de la Comisión Europea. Promedio mensual

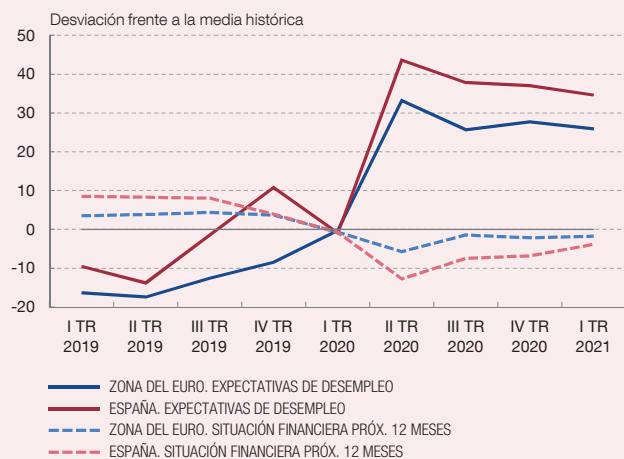


Gráfico 6  
DETERMINANTES DEL AUMENTO DEL AHORRO DE LOS HOGARES  
Aumento acumulado entre el I TR y el III TR de 2020 sobre mismo período del año 2019 (a)

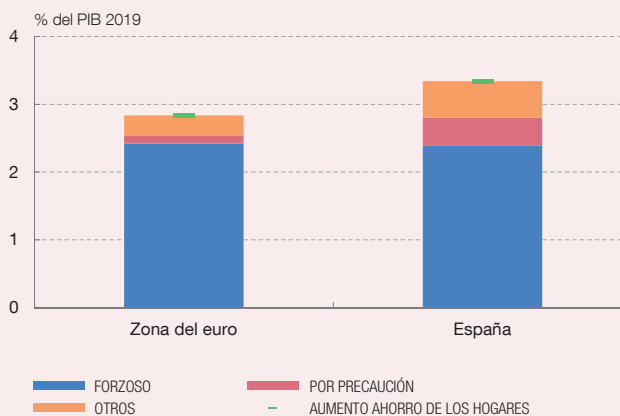


Gráfico 7  
PARTIDAS DE GASTO QUE MÁS HAN CAMBIADO EN LA PONDERACIÓN DEL IAPC (UEM) Y EL IPC (ESPAÑA)  
Variación del peso entre 2020 y 2021

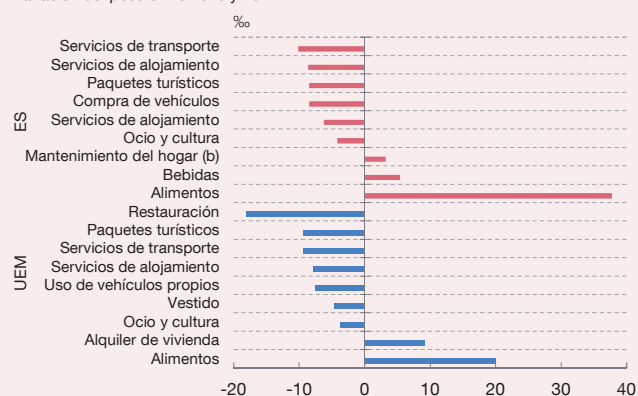
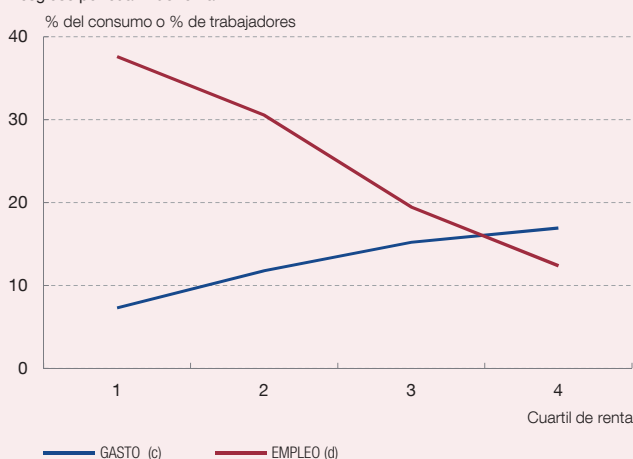


Gráfico 8  
PORCENTAJE DEL EMPLEO Y DEL GASTO EN LAS RAMAS DE ACTIVIDAD Y EN LAS PARTIDAS DE GASTO MÁS AFECTADAS POR LA PANDEMIA  
Desglose por cuartil de renta



FUENTES: Eurostat, BCE, INE, Banco de España y cálculos propios.

- La descomposición se obtiene siguiendo la aproximación presentada en Del Río y Cuenca (2020) (para la referencia completa, véase nota 3 del recuadro), utilizando una ecuación del consumo para la UEM y, para España, la ecuación del Modelo Trimestral del Banco de España para este agregado. El ahorro forzoso se calcula a partir del error de previsión de estas ecuaciones, tomando como observados los datos hasta el primer trimestre de 2020. El ahorro forzoso se elevaría en un 1 pp si el cálculo se realiza tomando como último dato observado el cuarto trimestre de 2020.
- Gasto en bienes y servicios destinados al mantenimiento del hogar.
- Proporción de gasto en servicios de transporte, servicios recreativos y culturales, paquetes turísticos, y hoteles, cafés y restaurantes, sobre el gasto total. A partir de la Encuesta de Presupuestos Familiares de 2019, utilizando el gasto total como indicador del nivel de ingresos del hogar.
- Proporción de trabajadores en los sectores más afectados por la pandemia (hostelería, transporte, servicios personales, otros servicios y personal doméstico) que residen en un hogar con ingresos en un cuartil de renta determinado sobre el total de familias en dicho cuartil de renta. Los porcentajes se han calculado con la información de la Encuesta Financiera de las Familias de 2014.

**EL AHORRO DE LOS HOGARES DURANTE LA PANDEMIA Y SUS POSIBLES EFECTOS SOBRE LA REACTIVACIÓN FUTURA DEL CONSUMO (cont.)**

bajas tienen un peso relativamente más elevado en el empleo de aquellos sectores que, precisamente, se han visto más afectados por la pandemia (véase gráfico 8)<sup>6</sup>. Por otra parte, el gasto que no ha podido efectuarse por el efecto de las medidas de contención (y que se ha ahorrado) —fundamentalmente el vinculado con aquellas partidas que conllevan una mayor movilidad e interacción social— pesa menos en el gasto de los hogares con las rentas más bajas.

Por último, la literatura económica enfatiza también la posibilidad de que los hogares decidan mantener un nivel de ahorro relativamente elevado porque anticipen futuras subidas de impuestos en respuesta al notable incremento de la deuda pública que se ha producido en esta crisis (canal ricardiano). Además, algunos trabajos identifican también posibles secuelas negativas de esta crisis sobre el gasto futuro. En particular, las situaciones extremas que se han producido en los últimos meses podrían modificar estructuralmente el patrón de comportamiento

de los individuos, haciéndolos más propensos a ahorrar en la medida en que pasen a asignar una mayor probabilidad a este tipo de eventos extremos<sup>7</sup>.

En resumen, desde el comienzo de la crisis sanitaria, las restricciones para la contención de la pandemia han impedido que los hogares realicen algunos de sus gastos habituales, lo que ha generado una bolsa de ahorro forzoso muy voluminosa, tanto en España como en la UEM. Es de esperar que parte de estos recursos, acumulados esencialmente en forma de depósitos bancarios, puedan imprimir un mayor vigor a la recuperación del consumo cuando la situación epidemiológica lo permita y se reduzca la incertidumbre. No obstante, la distribución del ahorro por niveles de renta y algunos factores, como un posible aumento persistente de los componentes precautorio y ricardiano en el ahorro de los hogares, sugieren que la magnitud de este canal podría verse parcialmente limitada.

6 Para un análisis de la situación financiera de los trabajadores más afectados por la pandemia, véase P. Alvargonzález, M. Pidkuyko y E. Villanueva (2020), «La situación financiera de los trabajadores más afectados por la pandemia: un análisis a partir de la Encuesta Financiera de las Familias», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 3/2020, Banco de España.

7 Véase, por ejemplo, U. Malmendier y L. Sheng Shen (2019), *Scarred Consumption*, International Finance Discussion Papers, n.º 1259, Board of Governors of the Federal Reserve System.

**LA AUTONOMÍA ESTRATÉGICA ABIERTA DE LA UE**

Pilar L'Hotellerie-Fallois Armas, Marta Manrique Simón y Antonio Millaruelo de Lafuente

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 4 de marzo

El Consejo de la Unión Europea del 1 y 2 de octubre de 2020 definió como un objetivo clave de la Unión «alcanzar una autonomía estratégica, al tiempo que se mantiene una economía abierta»<sup>1</sup>. Si bien no existe aún un consenso pleno sobre las implicaciones de este objetivo, con carácter general, la Autonomía Estratégica Abierta (AEA) recoge la aspiración de la Unión Europea (UE) de proyectar de forma independiente su influencia en el escenario mundial —reforzando el marco de gobernanza multilateral y el diálogo y la cooperación con los socios exteriores— y defender, al mismo tiempo, sus intereses y valores en el ámbito externo e interno. En este recuadro se revisan el contexto en el que surge este objetivo y las principales iniciativas de la UE en este campo.

La idea de autonomía estratégica, que tradicionalmente se había utilizado en el ámbito de la Política Exterior y de Seguridad Común de la UE, se introdujo de manera más transversal en la estrategia global de la UE en 2016<sup>2</sup>. Recientemente, este concepto ha adquirido una mayor relevancia en su vertiente económica, pues se ha puesto de manifiesto la considerable exposición de la actividad económica europea a múltiples riesgos de naturaleza geopolítica. La elevada sensibilidad de la economía europea a este tipo de perturbaciones se deriva, entre otros factores, de su dependencia de fuentes externas de materias primas —tanto energéticas como otras fundamentales para el desarrollo de nuevas tecnologías<sup>3</sup>— y de su alto grado de apertura comercial —lo que supone que la UE sea particularmente vulnerable al cuestionamiento reciente del multilateralismo instaurado por el consenso de Bretton Woods tras la Segunda Guerra

Mundial<sup>4</sup>, al despliegue de políticas proteccionistas en Estados Unidos en los últimos años<sup>5</sup> y a acontecimientos como el *brexit*—. Además, los problemas de suministro de equipos médicos y material sanitario que se han producido a raíz de la pandemia de COVID-19<sup>6</sup> —que se agravaron, en parte, por las limitaciones a la exportación impuestas por algunos Gobiernos— han propiciado un debate sobre la mejor manera de mitigar estos riesgos de abastecimiento, en el que se han planteado alternativas como la constitución de reservas estratégicas, el incremento de la producción interior, la diversificación de suministros, o la simplificación y el acercamiento geográfico de algunas cadenas de valor<sup>7</sup>.

Estas cuestiones han llevado a la Comisión Europea (CE) y al Consejo a situar la AEA como uno de los ejes de sus actuaciones para fortalecer la resiliencia de la economía y del sistema financiero de la UE y para reforzar su integración a escala global. Así, en enero de 2021, la CE propuso reforzar la autonomía estratégica en el ámbito financiero y de los sistemas de pagos con actuaciones en dos vertientes<sup>8</sup>. La primera tiene como objetivo aumentar la relevancia internacional del euro, promoviendo su uso y el de instrumentos e índices de referencia denominados en euros, y fomentando su papel como moneda de referencia en sectores clave, como los de la energía y las materias primas. La posible introducción de un euro digital formaría parte de este conjunto de iniciativas<sup>9</sup>. En la segunda vertiente, se han identificado acciones para reforzar la resiliencia de las infraestructuras de los mercados financieros de la UE, y mejorar la efectividad y autonomía del régimen de sanciones de la Unión<sup>10</sup>.

- 1 Véanse Conclusiones del Consejo Europeo, 1 y 2 de octubre de 2020. Para una discusión sobre los antecedentes de la AEA, véanse también «Why European strategic autonomy matters», European External Action Service (diciembre de 2020), y Lippert, Ondarza y Perthes (eds.) (2019), *European Strategic Autonomy - Actors, Issues, Conflicts of Interests*, SWP Research Paper 4, marzo, Berlín.
- 2 Véase Servicio Europeo de Acción Exterior (2016), *Una visión común, una actuación conjunta: una Europa más fuerte - Estrategia global para la política exterior y de seguridad de la Unión Europea*.
- 3 Véase Comisión Europea-JRC (2020), *Critical Raw Materials for Strategic Technologies and Sectors in the EU - A Foresight Study*, septiembre.
- 4 Véase P. Hernández de Cos (2019), «Global Imbalances and Capital Flows in the Era of New Technologies», Opening Remarks - Banco de España and the Reinventing Bretton Woods Committee.
- 5 Véase E. Gordo Mora, I. Kataryniuk y D. Santabábara (2020), «El auge del proteccionismo: implicaciones para la economía global», *Economistas*, n.º 166, pp. 67-79.
- 6 Véase Banco de España (2020), «El comercio internacional de productos médicos durante la pandemia de Covid-19», recuadro 4, *Boletín Económico*, 4/2020.
- 7 Véase, por ejemplo, Sebastien Miroudot (2020), «Reshaping the policy debate on the implications of COVID-19 for global supply chains», *Journal of International Business Policy*, 3, pp. 430-442.
- 8 Véase Comunicación de la Comisión «Sistema económico y financiero europeo: fomentar la apertura, la fortaleza y la resiliencia», del 19 de enero de 2021.
- 9 La CE y el Banco Central Europeo han creado un grupo de trabajo para estudiar este tema. Véase «Joint statement by the European Commission and the European Central Bank on their cooperation on a digital euro», del 19 de enero de 2021.
- 10 Véase, por ejemplo, European Parliamentary Research Service (2020), *EU-Iran: the way forward*.



En el ámbito económico y comercial, las actuaciones se han plasmado, por el momento, en una actualización de las grandes líneas de la política comercial de la UE<sup>11</sup>, en las que, a la vez que se reafirma el compromiso con el multilateralismo y con un marco estable de reglas para el comercio internacional, se hace explícito el objetivo de hacer más sostenibles y resilientes las cadenas de valor europeas. Además, la CE revisará en 2021 la estrategia de política industrial que publicó en marzo de 2020<sup>12</sup> para tener en cuenta las vulnerabilidades identificadas a raíz de la crisis del COVID-19. Asimismo, para garantizar que las condiciones de competencia en el mercado interior no se vean distorsionadas, la CE ha puesto en marcha un mecanismo de análisis de la inversión extranjera directa, que completará en 2021 con un sistema de evaluación de las ayudas de Estado que pudieran haber recibido las empresas internacionales que quieran acceder al mercado europeo<sup>13</sup>.

En conclusión, la AEA parece plantearse como marco de coordinación de un conjunto muy amplio de políticas para impulsar la proyección exterior de la Unión, apostando por la apertura comercial y el multilateralismo, y reforzando, al mismo tiempo, la resiliencia económica

y financiera de la región. Aunque aún es pronto para valorar con precisión las implicaciones de esta estrategia relativamente reciente, es posible que algunos aspectos de ella puedan dificultar la convergencia y cohesión entre los Estados miembros y distorsionar el funcionamiento del Mercado Único. Un ejemplo en este sentido podría ser el relativo a las posibles consecuencias de una eventual revisión profunda de la estrategia de política industrial. Ciertamente, una política industrial común renovada podría contribuir a que la UE mantenga su liderazgo en sectores sensibles y de alto valor añadido, potenciando economías de escala y efectos de red positivos. No obstante, en la medida en que dicha política se centre en determinados sectores y actividades, podría incidir de manera asimétrica en los distintos países y regiones de la UE, dadas las diferencias en su patrón de especialización productiva. En caso de que estos impactos heterogéneos se materializaran, sería necesario un fortalecimiento decidido del marco de gobernanza europeo, con herramientas permanentes de aseguramiento mutuo que mitiguen las asimetrías —como una capacidad fiscal central, un seguro de desempleo o un activo seguro común— y un refuerzo de las políticas de cohesión.

11 Véase Comunicación de la CE «Trade Policy Review - An Open, Sustainable and Assertive Trade Policy», del 18 de febrero de 2021.

12 Véase Comunicación de la CE «Un nuevo modelo de industria para Europa», del 10 de marzo de 2020.

13 Las pautas de este sistema están recogidas en el *Libro Blanco sobre el establecimiento de condiciones equitativas en lo que respecta a las subvenciones extranjeras*, publicado en junio de 2020.



**ENCUESTA A LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS SOBRE LA EVOLUCIÓN DE SU ACTIVIDAD**

Mario Izquierdo

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 16 de marzo

En el mes de febrero, el Banco de España llevó a cabo la segunda edición de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE), con el objetivo de recabar, de las empresas españolas, información de primera mano sobre la evolución de su actividad en el trimestre en curso y sobre sus perspectivas para el futuro inmediato. Como en la primera ola, lanzada en noviembre del año pasado, la encuesta recopila información cualitativa sobre la facturación empresarial, el empleo y los precios. Además, dado el contexto actual, se han incluido preguntas adicionales sobre el impacto de la pandemia y sobre las estrategias que las empresas prevén adoptar en los próximos meses para afrontarlo. El cuestionario de la encuesta fue remitido el pasado 18 de febrero a una muestra de 13.000 empresas, de las cuales un 44,5 % son colaboradoras habituales de la Central de Balances. Este recuadro compila las respuestas al cuestionario recibidas hasta el 3 de marzo. En conjunto, la colaboración de las empresas ha sido muy satisfactoria, con un total de 4.855 contestaciones recibidas, lo que supone una tasa de respuesta del 37,2 %<sup>1</sup>.

El gráfico 1 sintetiza la visión que las empresas han proporcionado en las dos primeras ediciones de la EBAE acerca de la evolución de su facturación y su empleo tanto en el trimestre de realización de la encuesta como en el siguiente<sup>2</sup>. Las opiniones de las empresas se resumen en el gráfico en un índice que traduce sus respuestas cualitativas a un indicador numérico<sup>3</sup>. De acuerdo con esta metodología, las sociedades no financieras de nuestro país declaran que la evolución de su facturación en el primer trimestre de este año está siendo negativa, lo que estaría reflejando los efectos adversos del repunte de la pandemia tras el período navideño y de las restricciones aprobadas por las autoridades para contenerlo. En concreto, el 45,4 % de las empresas encuestadas prevén un descenso de su facturación en el trimestre y solo el 13,3 % esperan una mejora. En comparación con la encuesta de noviembre, estas respuestas suponen un empeoramiento respecto tanto a la valoración del último trimestre de 2020 hecha

en aquel momento como a las perspectivas esperadas entonces para el primer trimestre de 2021.

Cuando se pregunta a las empresas por los factores que están condicionando su actividad, los resultados son muy similares a los del trimestre pasado, de forma que la elevada incertidumbre, tanto sobre la evolución de la pandemia como sobre la política económica, y la disminución de su demanda son mencionadas como los factores con mayor impacto negativo sobre la facturación.

En cuanto a las perspectivas de corto plazo, cabe destacar que las empresas encuestadas anticipan una mejora para el segundo trimestre; el indicador cuantitativo contenido en el gráfico muestra un valor ligeramente positivo, como consecuencia de que, por primera vez desde finales de 2020, las sociedades que esperan una mejora de su facturación (32,6 %) superan a las que prevén un deterioro adicional (23,2 %). Por ramas, la percepción más desfavorable de la evolución en este trimestre se concentra en los servicios más afectados por las restricciones, como la hostelería y el ocio y entretenimiento (véase gráfico 2). De cara al segundo trimestre, la mejora de las expectativas es bastante generalizada por ramas, haciéndose extensiva de manera muy significativa a las que han presentado una evolución reciente más desfavorable.

En términos del empleo, las empresas encuestadas describen un panorama similar, con un primer trimestre algo más negativo de lo que declaraban estar esperando a finales del año pasado y con una mejora para el segundo trimestre. De modo simétrico a lo observado en la edición previa de la encuesta, cuando las empresas indicaban que el comportamiento de la facturación estaba siendo más desfavorable que el del empleo, la intensidad de las expectativas de mejora de esta última variable es, en la encuesta actual, menor que en el caso de la facturación, lo que estaría reflejando, como cabría esperar, que las empresas tienden a trasladar de forma incompleta las fluctuaciones de sus ventas a su demanda de empleo.

1 Esta tasa de respuesta supone un aumento notable con respecto a la de la primera ola, que fue del 30,9 %.

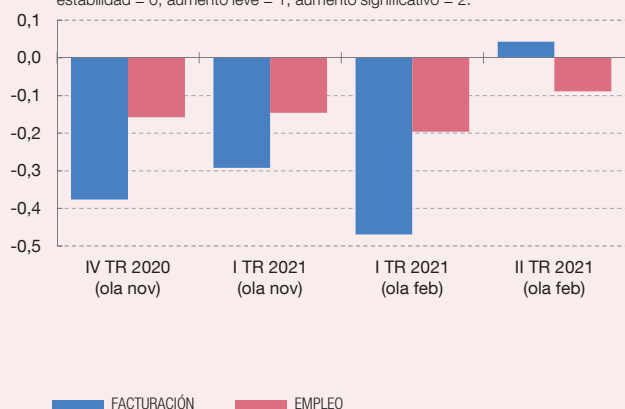
2 Los resultados que se presentan en este recuadro se han calculado utilizando pesos que permiten replicar la distribución del empleo en la Estadística de Empresas Inscritas en la Seguridad Social por estratos de ramas (15) y tamaño (4). La comparación con los resultados de la primera ola se realiza también con los datos ponderados, por lo que algunos valores proporcionados ahora pueden no coincidir con la información publicada en el mes de diciembre.

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.

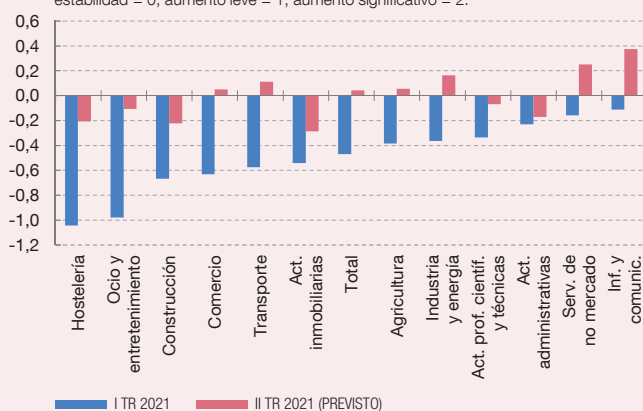
## ENCUESTA A LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS SOBRE LA EVOLUCIÓN DE SU ACTIVIDAD (cont.)

Gráfico 1  
EVOLUCIÓN TRIMESTRAL DE LA FACTURACIÓN Y EL EMPLEO

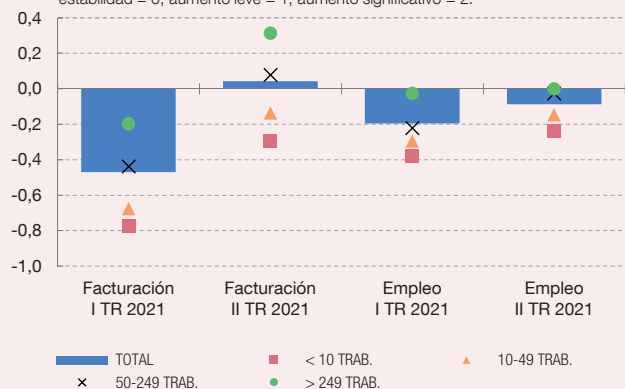
Índice calculado con descenso significativo = -2; descenso leve = -1; estabilidad = 0; aumento leve = 1; aumento significativo = 2.

Gráfico 2  
EVOLUCIÓN TRIMESTRAL DE LA FACTURACIÓN Y PERSPECTIVAS, POR RAMAS

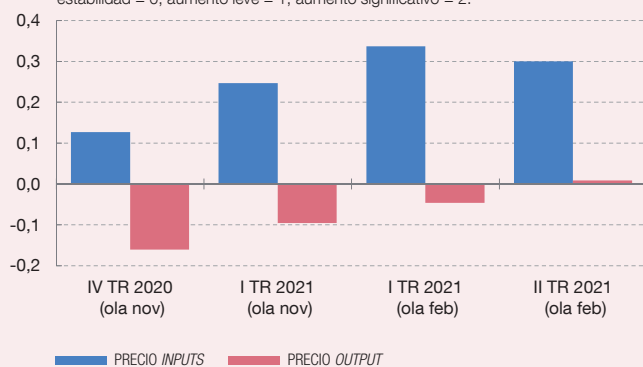
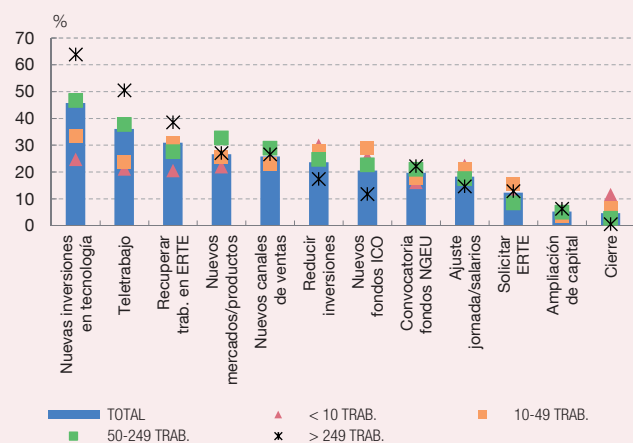
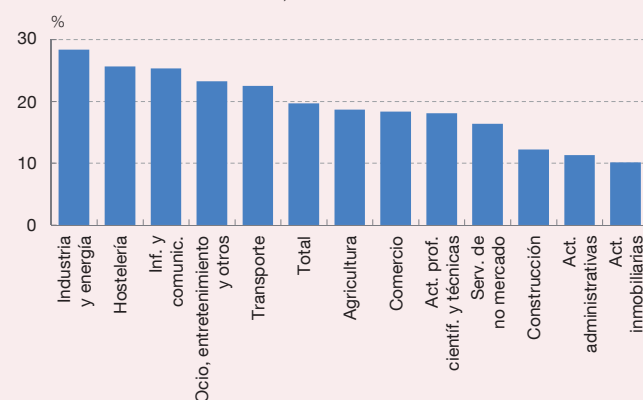
Índice calculado con descenso significativo = -2; descenso leve = -1; estabilidad = 0; aumento leve = 1; aumento significativo = 2.

Gráfico 3  
EVOLUCIÓN TRIMESTRAL DE LA FACTURACIÓN Y EL EMPLEO, POR TAMAÑO DE EMPRESA

Índice calculado con descenso significativo = -2; descenso leve = -1; estabilidad = 0; aumento leve = 1; aumento significativo = 2.

Gráfico 4  
EVOLUCIÓN TRIMESTRAL DE LOS PRECIOS

Índice calculado con descenso significativo = -2; descenso leve = -1; estabilidad = 0; aumento leve = 1; aumento significativo = 2.

Gráfico 5  
MEDIDAS PREVISTAS PARA EL PRIMER SEMESTRE DEL AÑO, POR TAMAÑO DE EMPRESAGráfico 6  
EMPRESAS QUE DECLARAN INTENCIÓN DE PRESENTARSE A PROYECTOS FINANCIADOS CON FONDOS NGEU, POR RAMAS DE ACTIVIDAD

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

Cabe mencionar que el tamaño de la empresa se mantiene como uno de los factores clave para explicar la evolución reciente tanto de la facturación como del empleo, de forma que las sociedades de menor dimensión declaran una peor evolución percibida en este trimestre y unas expectativas también menos favorables para el segundo trimestre (véase gráfico 3).

En el caso de los precios (véase gráfico 4), las empresas manifiestan haberse enfrentado a un aumento del coste de sus consumos intermedios, probablemente relacionado con el encarecimiento de las materias primas. Este incremento es mayor que el observado a finales de 2020 y que el esperado entonces para el comienzo de 2021. Por ramas de actividad, el repunte es bastante generalizado. No obstante, las empresas de las ramas industriales, el comercio y el transporte son las que declaran un mayor aumento del precio de sus *inputs* en el primer trimestre. Para el segundo, el incremento esperado sería algo más moderado. Como en el trimestre pasado, esta evolución de los costes de los consumos intermedios estaría presionando a la baja los márgenes empresariales, pues las empresas encuestadas indican que el precio de sus productos o servicios habría experimentado una leve disminución en este trimestre, algo inferior a la del anterior, y se mantendría estable en el próximo. Por ramas, el precio de los productos de las más afectadas por la crisis, esto es, la hostelería y el ocio y entretenimiento, seguiría registrando descensos.

Finalmente, la encuesta requirió a las empresas información sobre la probabilidad de que pongan en marcha a lo largo del primer semestre del año distintas medidas para adaptarse a las consecuencias del COVID-19. El gráfico 5 muestra la proporción de sociedades que declaran que van a llevar a cabo cada

una de las medidas con seguridad o con una probabilidad muy elevada. Además, se ofrece el desglose de ese porcentaje por el tamaño de las empresas. Como se puede observar, las actuaciones que una mayor proporción de empresas españolas tienen intención de acometer en el futuro próximo como respuesta a los cambios ocasionados por esta crisis consisten en inversiones en nuevas tecnologías y en el recurso al teletrabajo. En ambos casos, las diferencias según el tamaño de la empresa son reseñables, de forma que las de menor tamaño muestran una predisposición más reducida a llevar a cabo estas medidas, lo que podría estar poniendo de manifiesto su menor capacidad de reacción ante la crisis.

De forma similar, aunque las diferencias por tamaño son, en este caso, inferiores, las empresas más pequeñas prevén tener más dificultades para poder recuperar a trabajadores en ERTE o abrir nuevos mercados. Por el contrario, las empresas de menor tamaño prevén recurrir comparativamente en mayor medida que las medianas y las grandes a la reducción de inversiones ya planificadas, la petición de nuevas líneas de financiación al ICO, el ajuste de la jornada o del salario de sus trabajadores y, en último extremo, el cese de su actividad. Finalmente, con respecto a las intenciones de acudir a las convocatorias de proyectos financiados con el plan de recuperación *Next Generation EU* (NGEU), un 19,7 % de las empresas encuestadas declara su intención de hacerlo, siendo este porcentaje solo ligeramente superior para las empresas grandes (22,2 % para las que tienen más de 250 trabajadores). En este caso, las diferencias por ámbito de actividad son más pronunciadas, observándose una mayor intención de optar a estos concursos en las ramas industriales, la hostelería y los servicios de información y comunicaciones (véase gráfico 6).

**LA CREACIÓN Y LA DESTRUCCIÓN DE EMPRESAS DESDE EL INICIO DE LA PANDEMIA**

Mario Izquierdo

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 17 de marzo

A *priori*, cabe esperar que el crecimiento del número de empresas en la economía tienda a presentar un comportamiento cíclico, acelerándose en las expansiones y ralentizándose —o incluso volviéndose negativo— en las recesiones. Además, resulta, en principio, plausible que, en términos de los flujos brutos, la fase alta del ciclo económico venga acompañada de ritmos de creación y de destrucción de empresas que serían, respectivamente, más elevados y más reducidos que en la fase baja de aquel. Desde una perspectiva más estructural, aumentos grandes del número total de empresas irían asociados, en principio, a una mayor acumulación de factores productivos (empleo y capital) y a ritmos mayores de avance de la productividad. Y tasas mayores de rotación empresarial podrían ser indicativas de un nivel de competencia elevado en la economía y de una adecuada reasignación de recursos hacia sus usos más productivos.

Con este trasfondo, resulta de interés analizar la evolución de la demografía empresarial en la actual crisis. La pandemia y las consiguientes restricciones a la actividad económica y a la movilidad han supuesto, para muchas empresas, un descenso pronunciado de ingresos y, por consiguiente, una reducción —a menudo severa— de sus flujos de liquidez. Las autoridades han tratado de paliar los efectos de estos desarrollos mediante el despliegue de un conjunto amplio de medidas, como los préstamos bancarios con garantía del ICO, las moratorias impositivas y crediticias, o las exoneraciones en las cuotas a la Seguridad Social en los ERTE. Sin embargo, es concebible que determinadas empresas, ya sea por sus vulnerabilidades previas a la crisis o porque el impacto de esta haya sido especialmente pronunciado, no hayan logrado sobrevivir, incluso a pesar de las medidas puestas en marcha. En sentido contrario, una fuente de inquietud de la política económica que cobrará relevancia creciente en el futuro es la posibilidad de que algunos elementos del diseño de las medidas entorpezcan el necesario cese en su actividad de las empresas que no sean viables, lo que dificultaría el desplazamiento de recursos productivos

hacia las actividades beneficiadas por las transformaciones estructurales de la economía, algunas de ellas inducidas por la pandemia.

Según la Estadística de Empresas Inscritas en la Seguridad Social, el número de empresas activas había disminuido en febrero de 2021 en casi 50.000 con respecto al nivel de febrero de 2020, lo que, en términos porcentuales, supone un descenso del 3,6 %<sup>1</sup>. Como se observa en el gráfico 1, la mayor caída desde el inicio de la crisis (de casi un 8 %) se observó en abril. En los meses posteriores tuvo lugar una moderación significativa en el retroceso del número de empresas, al compás de la desescalada. Sin embargo, en consonancia con la evolución de la actividad, ese comportamiento relativamente más favorable perdió empuje a partir de los meses de verano, estabilizándose los descensos en sus niveles actuales.

La acusada heterogeneidad de los efectos del COVID-19 a escala sectorial y regional se ha visto reflejada también en la magnitud dispar de la disminución del número de empresas de acuerdo con esas dos dimensiones, de modo que la caída ha sido mucho más pronunciada en las actividades productivas y en las áreas geográficas más afectadas. Por ramas, los descensos más acusados se han observado en los servicios más directamente perjudicados por las diferentes medidas de contención de la pandemia (véase gráfico 2). En concreto, la reducción del número de empresas con respecto al nivel precrisis supera actualmente el 8 % en la hostelería y en las actividades artísticas y recreativas. De modo análogo, se observan también pautas muy dispares por comunidades autónomas, con una disminución del número de empresas mucho mayor en determinadas regiones, como las insulares, con caídas del 6,7 % y del 6,6 % en las Islas Baleares y en Canarias, respectivamente, en consonancia con el mayor peso en su estructura productiva de las actividades de servicios más afectadas.

A menudo, se argumenta que las empresas de menor dimensión presentan una mayor vulnerabilidad a los efectos de la pandemia<sup>2</sup>. Sin embargo, esa afirmación

1 En esta estadística, las empresas dejan de estar inscritas cuando no tienen a ningún empleado en alta en la Seguridad Social. Por consiguiente, la baja de una empresa no tiene por qué estar asociada a su disolución definitiva, ya que puede decidir volver a contratar una vez se supere la crisis, pero puede considerarse un indicador aproximado de los efectos de esta última sobre la demografía empresarial.

2 A partir de microsimulaciones a nivel de empresa, puede constatarse cómo el aumento de la presión financiera soportada por las sociedades españolas como consecuencia del COVID-19 habría sido más acusado en las de menor dimensión. Véase R. Blanco, S. Mayordomo, Á. 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. Además, la magnitud de la caída de la facturación y del empleo como consecuencia de la crisis sanitaria habría sido decreciente con el tamaño de las empresas. Véase A. Fernández Cerezo, B. González, M. Izquierdo y E. Moral-Benito (2021), «El impacto económico del COVID-19 en las empresas españolas según la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE)», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.

**LA CREACIÓN Y LA DESTRUCCIÓN DE EMPRESAS DESDE EL INICIO DE LA PANDEMIA (cont.)**

Gráfico 1  
EMPRESAS INSCRITAS EN LA SEGURIDAD SOCIAL

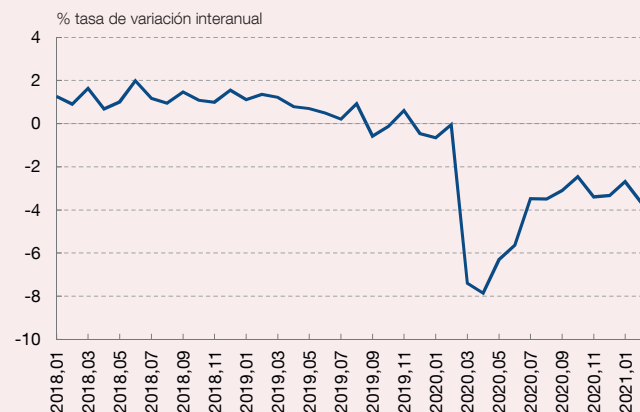


Gráfico 2  
VARIACIÓN INTERANUAL DEL NÚMERO DE EMPRESAS Y DE TRABAJADORES EN FEBRERO DE 2021, POR RAMAS DE ACTIVIDAD

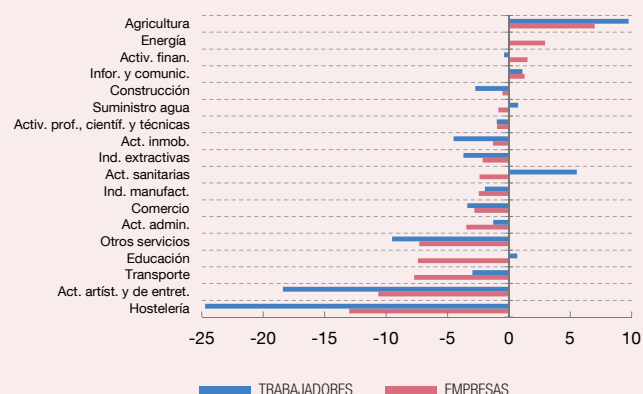


Gráfico 3  
VARIACIÓN INTERANUAL DEL NÚMERO DE EMPRESAS, POR TAMAÑO, EN FEBRERO DE 2021

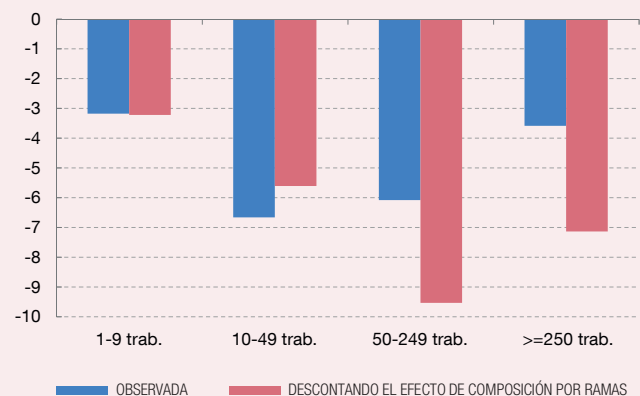


Gráfico 4  
VARIACIÓN ANUAL DEL NÚMERO DE EMPRESAS INSCRITAS EN LA SEGURIDAD SOCIAL



Gráfico 5  
VARIACIÓN INTERANUAL DE LAS ALTAS Y LAS BAJAS DE CÓDIGOS DE CUENTA DE COTIZACIÓN EN LA SEGURIDAD SOCIAL

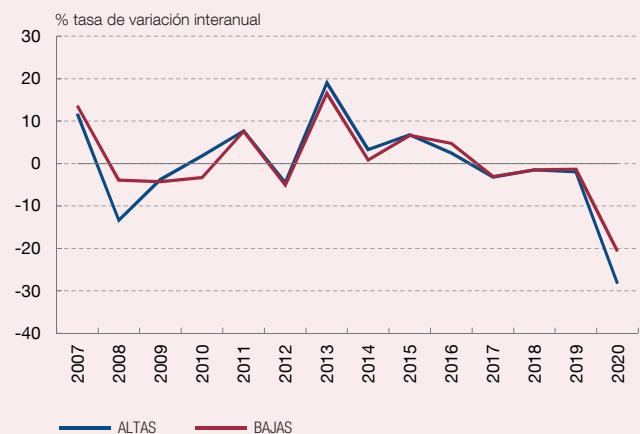
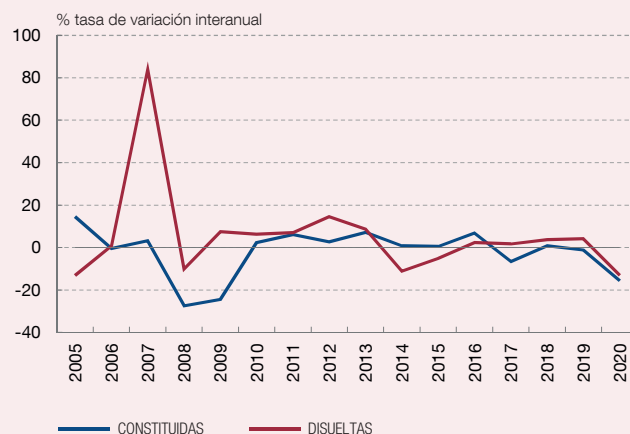


Gráfico 6  
VARIACIÓN INTERANUAL DE LAS SOCIEDADES CONSTITUIDAS Y DISUELTAS



**FUENTES:** Estadística de Empresas Inscritas en la Seguridad Social (Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones) y Estadística de Sociedades Mercantiles (Instituto Nacional de Estadística).

estaría sometida a dos cualificaciones si la materialización de la vulnerabilidad se midiera por las cifras de desaparición de empresas con cuenta en la Seguridad Social según el tramo de su tamaño (donde este se define por el número de trabajadores) tras el inicio del COVID-19. Por un lado, la menor destrucción de empresas se habría producido en las más pequeñas de todas, las de menos de 10 trabajadores, y sería solamente a partir de ese umbral cuando se habría observado una relación inversa entre el tamaño de las empresas y su tasa de desaparición desde el inicio de la pandemia (véanse las barras rojas del gráfico 3). En concreto, el número de empresas activas de entre 10 y 49 trabajadores ha descendido hasta febrero casi un 6,7 %, frente al 3,6 % en el caso de las que tienen 250 o más trabajadores. Además, una parte de esa brecha tiene que ver con el hecho de que el tamaño medio de las empresas sea mayor en el caso de las que operan en las ramas cuya actividad se ha visto menos dañada por la crisis. En concreto, la presencia de empresas de mayor dimensión es más frecuente en las manufacturas o en el sector energético, de forma que, si se corrige por este efecto de composición sectorial, la correlación entre el tamaño de las empresas y la evolución de su *stock* tiende a invertirse (barras azules del gráfico 3)<sup>3</sup>.

En términos de las tasas medias correspondientes a años naturales, el descenso porcentual observado en el número de empresas en 2020 fue inferior al de los dos primeros años de la crisis anterior —2008 y 2009— y comparable al de 2012 (véase gráfico 4), a pesar de que la caída de la actividad fue mucho mayor el pasado año. Esta diferencia podría estar reflejando la distinta naturaleza de ambas crisis en dos dimensiones relacionadas entre sí: su origen, asociado a la acumulación de desequilibrios en la recesión anterior y exógeno en la actual, y su grado de persistencia, que en principio debería ser menor en esta ocasión.

El examen por separado de los flujos brutos de creación y de destrucción de empresas revela que, detrás de la reducción de la cifra total de sociedades en la crisis actual, se encuentra una acusada disminución en las nuevas altas<sup>4</sup>. En particular, el número de empresas creadas a lo

largo de 2020 fue un 28,3 % inferior en comparación con los doce meses precedentes (véase gráfico 5). Sin embargo, resulta llamativo que no se haya observado por el momento un repunte de los flujos de bajas de empresas, sino una notable reducción, aunque más pequeña que en el caso de las altas (–20,7 %). Por consiguiente, se ha producido una acusada reducción de la rotación de empresas, definida como la suma de los flujos de entrada y de salida, variable que ha experimentado una caída interanual del 24,5 % en 2020, muy superior a la que tuvo lugar en 2008, al inicio de la anterior recesión (–8,7 %).

La Estadística de Sociedades Mercantiles también ha reflejado esta pauta de descenso de los flujos de creación y de destrucción de empresas en 2020, con disminuciones de las sociedades de nueva constitución y de las sociedades disueltas del 15,8 % y del 13,1 %, respectivamente, con respecto al año anterior (véase gráfico 6). Asimismo, la Estadística de Procedimiento Concursal mostró una disminución del número de empresas en concurso de acreedores en el conjunto de 2020 (del 14,4 %), reflejo de la moratoria aprobada en este tipo de procedimientos en abril del pasado año<sup>5</sup>.

En suma, el considerable retroceso en los indicadores del flujo de destrucción de empresas desde el inicio de la pandemia resulta un tanto contraintuitivo, frente a lo que cabría esperar en un período recesivo. Junto con la naturaleza transitoria de la perturbación, esta evolución podría explicarse por los efectos de las medidas de apoyo adoptadas. La lectura que cabe extraer es, en principio, positiva, por cuanto esas medidas habrían sido efectivas para preservar el tejido productivo. Ahora bien, cabe añadir dos consideraciones de signo contrapuesto de cara al futuro. Por un lado, la prolongación de la crisis sugiere la conveniencia de extender las medidas en el tiempo en el caso de las empresas viables, reorientando además el apoyo proporcionado desde consideraciones de liquidez a otras de solvencia, en línea con las medidas recientemente aprobadas en el RDL 5/2021, que incluye una línea de ayudas directas, por importe de 7 mm de euros, a empresas de los sectores más afectados por la

3 A fin de distinguir el efecto del sector de actividad, se ha calculado, para cada uno de los estratos por tamaño, cuál habría sido la tasa de variación del número de empresas si la estructura por ramas de actividad hubiera sido la del conjunto de la economía en lugar de la realmente observada.

4 Esta información está disponible para las altas y las bajas de los códigos de cuenta de cotización, no para las empresas inscritas. La diferencia es que una empresa puede tener más de un código de cuenta de cotización y, por tanto, estos flujos no se corresponden estrictamente con altas y bajas de empresas, aunque deberían ser una buena aproximación.

5 Recientemente prorrogada hasta finales de este año por el RDL 5/2021.

**LA CREACIÓN Y LA DESTRUCCIÓN DE EMPRESAS DESDE EL INICIO DE LA PANDEMIA (cont.)**

crisis que, aunque viables económicamente, presentan problemas de solvencia.

Por otro lado, las autoridades han de permanecer vigilantes para evitar que las actuaciones de política económica dificulten el proceso de transferencia de los recursos de la economía hacia sus usos más eficientes, como ocurriría si las medidas contribuyeran a retrasar la

salida del mercado de las empresas que no son viables. En este sentido, la transposición de la directiva comunitaria sobre insolvencias al ordenamiento jurídico español debería ser aprovechada para fomentar las vías preconcursales y evitar la congestión de los juzgados competentes una vez expire la moratoria concursal, así como con el fin de implementar mecanismos para la liquidación ágil y eficiente de las empresas inviables.



**EVOLUCIÓN DE LAS PROYECCIONES DE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS EN 2020**

Mario Izquierdo

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 18 de marzo

La irrupción del COVID-19 supuso, a partir de marzo de 2020, un cambio drástico en la evolución de las principales variables macroeconómicas, como el PIB, el empleo o la tasa de paro. Estos repentinos desarrollos alteraron por completo las perspectivas acerca de la evolución de esos agregados, que, además, pasaron a estar rodeadas de un grado de incertidumbre excepcionalmente elevado. Ello condujo a que el Banco de España y algunas otras instituciones pasaran a formular distintos escenarios alternativos, en los que la evolución de las diferentes variables quedaba condicionada a los diversos conjuntos de supuestos realizados acerca de la intensidad de los brotes de la enfermedad o acerca de la fecha en que se generalizaría una solución médica para esta.

El condicionamiento de las perspectivas a determinadas hipótesis acerca de la trayectoria de ciertas variables no es algo novedoso. Habitualmente, las proyecciones descansan sobre supuestos concretos acerca de, por ejemplo, la senda del precio del petróleo o las actuaciones de la política fiscal. Lo que sí ha sido un hecho inédito desde la aparición del COVID-19 es que la evolución proyectada de las variables macroeconómicas se haya supeditado a la materialización hipotética de determinados supuestos epidemiológicos.

La incertidumbre fue especialmente elevada durante la primavera del pasado año, cuando se vio alentada, en particular, por las dificultades para estimar los efectos de las medidas de restricción de la movilidad y de la actividad económica, en marzo y abril, y de su retirada gradual posterior, en mayo y junio. En este contexto, los tres escenarios publicados por el Banco de España en abril preveían retrocesos medios del PIB en 2020 del -6,8 %, -9,5 % y -12,4 %, respectivamente<sup>1</sup>. Por su parte, los tres escenarios publicados en junio proyectaban descensos del PIB del -9 %, -11,6 % y -15,1 %<sup>2</sup>.

En el segundo semestre, la incertidumbre pasó a estar más acotada, por varias razones, que, en primer lugar,

incluyen el hecho de que se encontrara más próximo el final del año. Además, también influyó la mejora del conocimiento de la relación entre las medidas de contención y la actividad, e incluso que se percibiera como crecientemente improbable que fuera necesario un nuevo confinamiento tan estricto como el de la primavera. Todo ello se vio reflejado en una reducción significativa de la diferencia entre las tasas de caída del PIB proyectadas en los escenarios más extremos. En concreto, los dos escenarios de septiembre preveían disminuciones del PIB del -10,5 % y -12,6 %, y los tres de diciembre, del -10,7 %, -11,1 % y -11,6 %<sup>3</sup>.

El gráfico 1 muestra la evolución de estas proyecciones de caída del PIB a lo largo del año, junto con la estimación actualmente disponible (del -11 %). Como se puede observar, el retroceso del producto de la economía en 2020 se situó en un punto intermedio entre los escenarios 2 y 3 publicados en abril [a unos 1,5 puntos porcentuales (pp) de cada uno de ellos], 0,5 pp por debajo de la tasa proyectada en el escenario de recuperación gradual de junio (que era el intermedio de los tres presentados), más cerca del escenario más benigno de septiembre que del más desfavorable, y fue prácticamente coincidente con la del escenario central de diciembre. En todo caso, puede afirmarse que, más allá del elevado grado de incertidumbre acerca del tamaño de la caída del PIB, no se detectan, en las proyecciones de esta, sesgos sistemáticos de un determinado signo, alternándose, a grandes rasgos, las diferencias positivas y negativas con respecto al dato ahora disponible.

En el gráfico 2 se realiza una comparación similar para el caso de las proyecciones de empleo, donde este es evaluado en términos del número de horas trabajadas. La elección de esta variable para medir la evolución de la ocupación en 2020, frente al empleo en personas o en puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, se justifica porque estos últimos agregados vieron alterada su interpretación por el

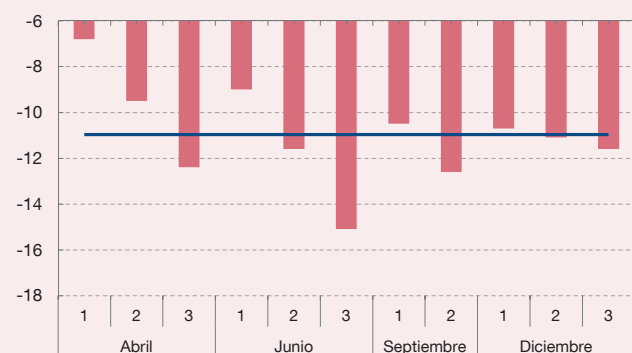
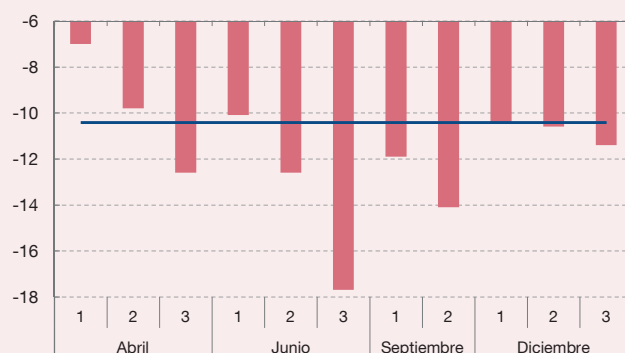
1 Véase «Escenarios macroeconómicos de referencia para la economía española tras el COVID-19», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020, Banco de España, cuya fecha de cierre de la recogida de información fue el 13 de abril. Además de los tres escenarios mencionados (elaborados con ayuda del Modelo Trimestral del Banco de España), esta publicación incluyó tres escenarios más para 2020, que contemplaban retrocesos del PIB del -6,6 %, -8,7 % y -13,6 %, y fueron contruidos a partir de supuestos alternativos sobre las medidas de contención a lo largo del pasado año y sobre su impacto en cada una de las ramas productivas.

2 Véase «Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2020-2022): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de junio de 2020», cuya fecha de cierre fue el 25 de mayo.

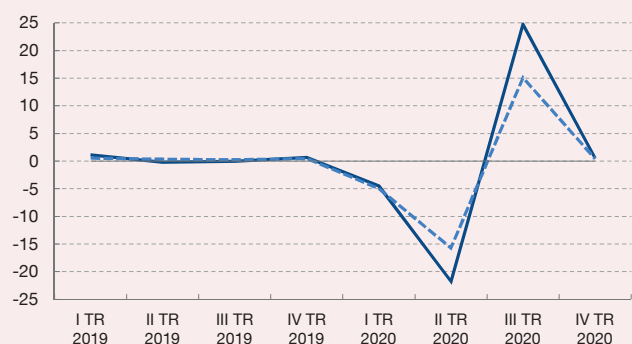
3 Véanse el recuadro 1, «Escenarios macroeconómicos para la economía española (2020-2022)», en Banco de España (2020), «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2020, y «Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2020-2023): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2020», cuyas fechas respectivas de cierre fueron el 10 de septiembre y el 25 de noviembre.



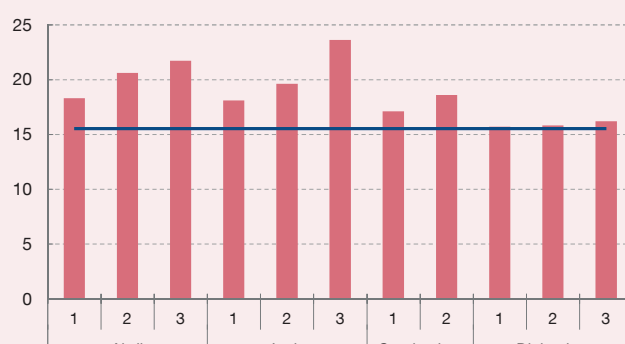
## EVOLUCIÓN DE LAS PROYECCIONES DE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS EN 2020 (cont.)

Gráfico 1  
PREVISIONES DE LA VARIACIÓN ANUAL DEL PIB EN 2020  
SEGÚN LOS DIFERENTES ESCENARIOSGráfico 2  
PREVISIONES DE LA VARIACIÓN ANUAL DE LAS HORAS TRABAJADAS  
EN 2020 SEGÚN LOS DIFERENTES ESCENARIOS

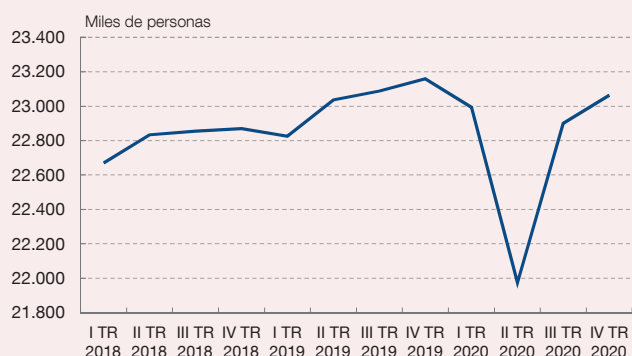
— DATO FINAL

Gráfico 3  
VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL DE LAS HORAS TRABAJADAS

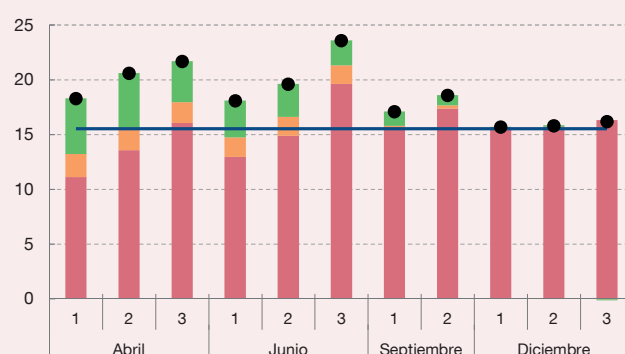
— HORAS (OBSERVADAS)    - - - HORAS (PREDICHAS)

Gráfico 4  
PREVISIONES DE LA TASA DE PARO EN 2020 SEGÚN LOS DIFERENTES  
ESCENARIOS

— DATO FINAL

Gráfico 5  
EVOLUCIÓN DE LA POBLACIÓN ACTIVA

— DATO FINAL

Gráfico 6  
PREVISIONES DE LA TASA DE PARO EN 2020 SEGÚN LOS DIFERENTES  
ESCENARIOS

— EFECTO ERTE  
 — EFECTO POBL. ACTIVA  
 — PREV. TASA DE PARO CON POBL. ACTIVA Y ERTE OBSERVADOS  
 — DATO FINAL  
 • PREVISIÓN TASA DE PARO

FUENTES: Encuesta de Población Activa (INE), Contabilidad Nacional Trimestral (INE) y Proyecciones Macroeconómicas del Banco de España.

elevado volumen de trabajadores en expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE), que las estadísticas contabilizan como ocupados, aun cuando no estén contribuyendo a la producción de la economía.

Como puede observarse en el gráfico, la diferencia para el conjunto de 2020 entre las sucesivas proyecciones de las horas trabajadas y el dato disponible (retroceso del -10,4 %) mostró un sesgo algo más negativo que en el caso del PIB. Dicho de otro modo, dado el comportamiento de la actividad, o bien tendió a infrapredicirse el número de horas trabajadas, o bien la evolución de esta variable fue más favorable que la que se desprendería de su relación histórica con el PIB.

El gráfico 3 arroja alguna luz al respecto. Como se puede apreciar, la sensibilidad de las horas trabajadas al PIB fue mayor que la que cabría prever según la relación histórica entre ambas variables, tanto en el segundo trimestre (a la baja) como en el tercero (al alza)<sup>4</sup>. Ahora bien, en términos de sus magnitudes absolutas, la diferencia positiva en el tercer trimestre duplica a la de signo contrario del segundo, confirmando que, una vez considerado el año en su conjunto, la evolución de las horas trabajadas fue más favorable de lo que cabría haber previsto en función del crecimiento del PIB<sup>5</sup>, de acuerdo con la relación histórica entre ambas variables.

Finalmente, en el caso de la tasa de paro se incurrió en una sobrepredicción sistemática a lo largo de 2020, salvo en las proyecciones de diciembre, cuando el año estaba ya próximo a concluir (véase gráfico 4). Así, por ejemplo, los tres escenarios de abril preveían tasas medias de paro en 2020 del 18,3 %, 20,6 % y 21,7 %, frente al 15,5 % finalmente observado. Cabe plantearse, por tanto, cuáles son las razones que explican desviaciones tan significativas, que, por otro lado, se pusieron también de manifiesto en las proyecciones de otras instituciones<sup>6</sup>.

Los grandes factores explicativos son dos. El primero de ellos es el fuerte descenso no anticipado de la población activa en el segundo trimestre (en más de un millón de personas), como consecuencia de que la EPA clasificara

como inactivas a un número muy elevado de personas que, a pesar de encontrarse sin empleo y estar disponibles para trabajar, no pudieron realizar una búsqueda activa de un puesto de trabajo en esos meses porque se lo impidieron las restricciones de movimientos durante el confinamiento (véase gráfico 5).

El segundo factor está relacionado con una de las características habituales del proceso de elaboración de proyecciones macroeconómicas, que es, como se ha explicado anteriormente, su naturaleza condicionada a determinados supuestos. En concreto, por lo que respecta a las medidas de política económica, solamente se incluyen en los ejercicios de proyección aquellas que han sido previamente aprobadas. Por esta razón, los sucesivos escenarios elaborados por el Banco de España solamente han ido incorporando las extensiones temporales de los ERTE a medida que el Gobierno iba adoptando las correspondientes decisiones de prórroga. De este modo, por ejemplo, la duración de los ERTE considerada en los escenarios de abril coincidía con la del primer estado de alarma. Análogamente, el período de vigencia de los ERTE en los escenarios publicados en junio, septiembre y diciembre del pasado año estuvo limitado por la duración aprobada hasta ese momento, esto es, el 30 de junio de 2020, el 30 de septiembre de 2020 y el 31 de enero de 2021, respectivamente. Cada una de las prórrogas de los ERTE fue dando lugar, por consiguiente, a una ampliación del período en el que un colectivo numeroso de trabajadores se encontraba en esa situación. Dado que, según los criterios utilizados en la EPA para la clasificación de las personas de acuerdo con su situación laboral, los trabajadores en ERTE no son considerados como desempleados, ello tiene, para el conjunto del año, un impacto directo positivo sobre las cifras de ocupación (en número de personas) y negativo sobre las de la tasa de paro.

En el gráfico 6 se descomponen las sucesivas proyecciones formuladas sobre la tasa de paro (mostradas en el gráfico 4) en los efectos de los dos factores mencionados más un tercer elemento residual. Este

4 En el ejercicio realizado, se han regresado, en tasas trimestrales desestacionalizadas, las horas trabajadas sobre el PIB para el período comprendido entre 1995 y 2019, permitiendo que el coeficiente del PIB y la constante de la regresión sean diferentes en períodos de expansión y de recesión.

5 Como se ha apuntado, los trabajadores en ERTE siguen teniendo la consideración de ocupados. Dado que la utilización de los ERTE en esta crisis ha sido mucho mayor que en el pasado, la repetición de este ejercicio para el empleo medido en personas arrojaría un ajuste de esta variable, de acuerdo con su relación histórica con el PIB (-8,2 %), muy superior al realmente observado (-4,2 %).

6 Por ejemplo, el promedio de las proyecciones de la tasa de paro media para 2020 en el *Panel de previsiones de la economía española* de FUNCAS de mayo del año pasado era de un 20,2 %

último componente (el tramo rojo de cada barra) muestra la proyección de la tasa de paro que se habría hecho en cada momento y escenario si los supuestos realizados sobre la evolución de la población activa y la extensión de los ERTE en 2020 hubieran coincidido con los desarrollos finalmente observados.

A grandes rasgos, puede constatarse cómo las proyecciones de la tasa de paro formuladas en los escenarios centrales de los distintos ejercicios de previsión se habrían aproximado en mayor medida al valor finalmente observado, eliminándose el sesgo hacia la sobrepredicción, especialmente en la primera mitad del año, antes de que se conocieran el descenso inesperado de la población activa y las sucesivas prórrogas de los ERTE.

El descenso de la población activa del segundo trimestre de 2020 es un fenómeno extraordinario que, como se ha apuntado, estuvo ligado al confinamiento estricto del primer estado de alarma, por lo que no cabe esperar que se observe algo similar en 2021. Ahora bien, las proyecciones de la tasa de paro para este año incorporadas en los escenarios que el Banco de España publica en este Informe están hechas bajo el supuesto de que, de acuerdo con la legislación vigente, los ERTE se prolongarán solo hasta el final de mayo. No obstante, el impacto sobre la tasa de paro de una hipotética prórroga más allá de esa fecha sería, en principio, menor que en la primavera de 2020, dado que la cifra de trabajadores en esta situación es muy inferior a la del máximo de abril del pasado año.

Los mercados financieros internacionales han mostrado, en general, un tono favorable durante la parte transcurrida del primer trimestre del año, apoyados fundamentalmente en el avance de la campaña de vacunación a escala global, el anuncio de nuevos estímulos fiscales en Estados Unidos y la mejoría de las expectativas económicas a medio plazo en algunos países

El progreso de la campaña de vacunación, la mejoría de las expectativas económicas a medio plazo en algunos países y el anuncio de un nuevo paquete fiscal en Estados Unidos han impulsado al alza las cotizaciones en las bolsas mundiales, en un contexto de mayor apetito por el riesgo (véase gráfico 2.1). El índice S&P 500 ha alcanzado nuevos máximos históricos durante el trimestre y ha acumulado, en la fecha de cierre de este Informe, una revalorización del 5,5 % respecto a los niveles de finales de diciembre. En el mismo período, el EURO STOXX 50 se revalorizó un 8,4 %, apoyado por las ganancias registradas en aquellos sectores bursátiles, como el bancario, cuyos precios habían experimentado mayores pérdidas desde el inicio de la crisis sanitaria. Esta revalorización permitió al EURO STOXX 50 situarse cerca de sus niveles prepandemia. No obstante, este índice europeo, así como la mayoría de los índices nacionales del área del euro, aún muestra un peor comportamiento relativo que los índices de las bolsas de Estados Unidos desde el comienzo de la pandemia. Ello estaría en línea con una menor recuperación de las expectativas de beneficios de las empresas cotizadas en los índices europeos en comparación con la prevista para las compañías que forman parte de los índices estadounidenses (véase recuadro 2).

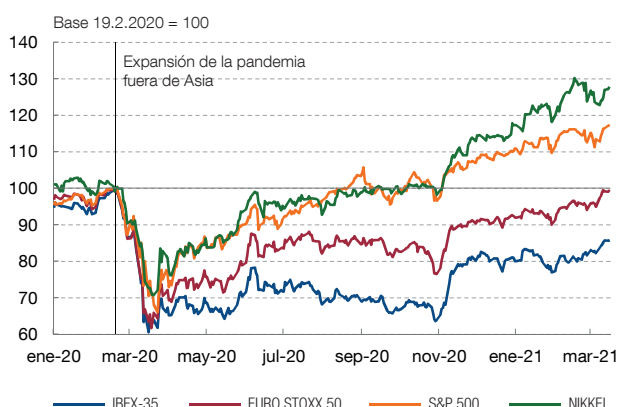
Estos mismos factores, junto con el aumento de las expectativas de inflación en algunos países, han contribuido a elevar significativamente las rentabilidades de las deudas soberanas a largo plazo de mayor calidad crediticia (véase gráfico 2.2). El incremento de la rentabilidad de los bonos públicos a diez años fue especialmente destacado en Estados Unidos y el Reino Unido [71 puntos básicos (pb) y 59 pb en relación con diciembre, respectivamente], donde los tipos de interés de estos títulos ya se sitúan en niveles algo superiores a los anteriores al inicio de la pandemia. Este también es el caso de los bonos alemanes equivalentes, si bien su rentabilidad en la parte transcurrida del año se ha elevado con una menor intensidad relativa (24 pb). Por su parte, las primas de riesgo soberano de la UEM han continuado en niveles reducidos; destaca el descenso que se ha producido en el diferencial italiano durante el trimestre, favorecido por el nombramiento de Mario Draghi como primer ministro tras un episodio de inestabilidad política.

Gráfico 2

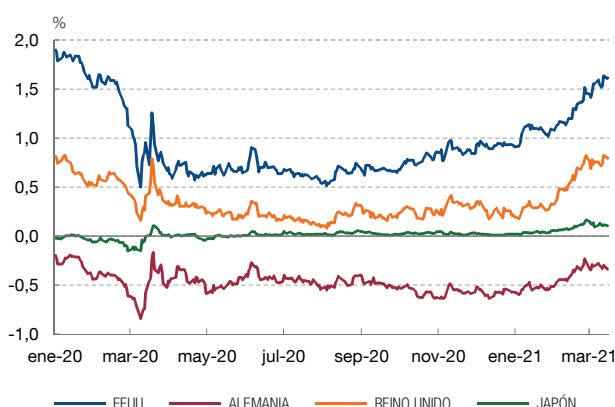
## REVALORIZACIÓN DE LOS ÍNDICES BURSÁTILES Y AUMENTO DE LA RENTABILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA A LARGO PLAZO DE MAYOR CALIDAD CREDITICIA

Durante el primer trimestre del año, las dinámicas observadas en los mercados financieros internacionales han estado caracterizadas por la revalorización de los activos con riesgo, incluidos los emergentes, y el repunte de las rentabilidades de las deudas soberanas a largo plazo, mientras que los diferenciales corporativos de riesgo de crédito han continuado reduciéndose. En un contexto de mayor apetito por el riesgo, esta evolución se habría visto favorecida por el progreso en el proceso de vacunación a escala global, el aumento de las expectativas de crecimiento e inflación en algunos países y el anuncio de un nuevo paquete fiscal en Estados Unidos. En el caso de los mercados emergentes, el incremento de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos ha condicionado también las dinámicas financieras más recientes.

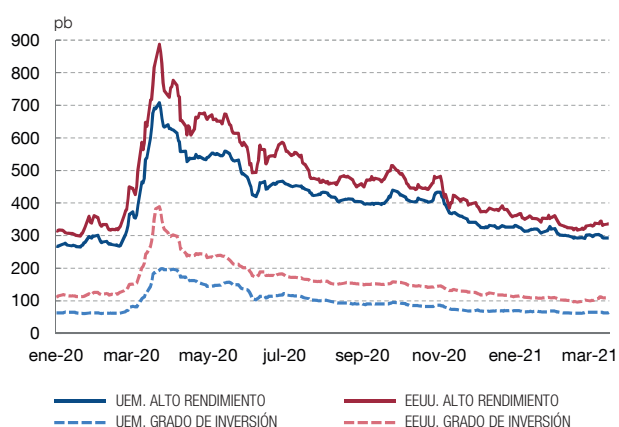
1 ÍNDICES BURSÁTILES



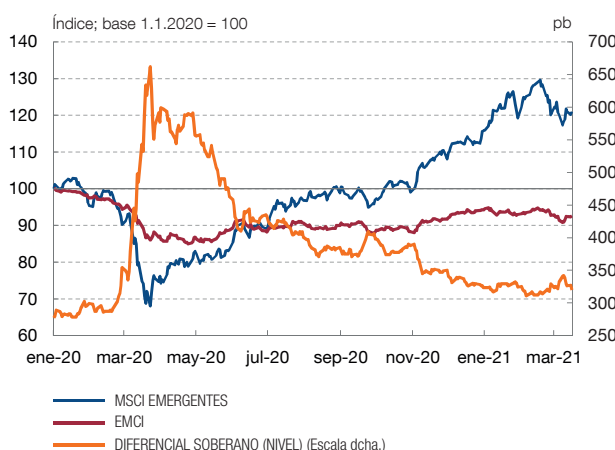
2 RENTABILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA A DIEZ AÑOS



3 DIFERENCIALES DE LOS BONOS CORPORATIVOS RESPECTO A LA CURVA SWAP



4 CONDICIONES FINANCIERAS EN ECONOMÍAS EMERGENTES



FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

**El tono positivo de los mercados también se ha reflejado en nuevos descensos en los diferenciales corporativos de riesgo de crédito** (véase gráfico 2.3). En el segmento de grado de inversión, estos diferenciales se han situado en niveles similares a los observados antes de la pandemia, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Aunque el repunte de las rentabilidades de la deuda soberana se ha trasladado al coste de emisión de los bonos corporativos, las emisiones de estos instrumentos han seguido aumentando en ambas áreas y han superado el ritmo de emisión de los años anteriores en el segmento de alto rendimiento. Asimismo, el

número de rebajas de calificación crediticia de los títulos emitidos por las sociedades no financieras ha permanecido en niveles contenidos a escala global.

**Estas dinámicas favorables en los mercados financieros se han extendido también a las economías emergentes.** En la parte transcurrida del año, los mercados emergentes han evolucionado positivamente, con subidas de los índices bursátiles, descensos de las primas de riesgo y apreciaciones de los tipos de cambio (véase gráfico 2.4), si bien estas dinámicas han empezado a verse condicionadas en las últimas semanas por el nivel que los tipos de interés de largo plazo han alcanzado en las principales economías avanzadas. Por otra parte, en el mercado de divisas, el dólar se mantuvo estable frente al euro y se depreció frente a la libra durante los dos primeros meses del año, aunque la mejora de las expectativas de recuperación económica en Estados Unidos ha impulsado la apreciación de su moneda desde finales de febrero.

#### 3.1 Entorno exterior del área del euro

La recuperación de la economía mundial continuó en el tramo final de 2020, si bien a un ritmo menor que en el tercer trimestre del año, debido a la evolución adversa de la pandemia, y evidenció una mayor heterogeneidad entre países. No obstante, la mejor evolución de la pandemia a lo largo del primer trimestre de 2021, el avance en el proceso de vacunación y los nuevos estímulos fiscales anunciados han supuesto una revisión al alza de las perspectivas de crecimiento mundial en los próximos meses

El recrudescimiento de la pandemia en otoño no impidió que la actividad económica mundial siguiera recuperándose en el cuarto trimestre de 2020, si bien a un menor ritmo que en el trimestre anterior y de manera muy heterogénea por regiones y sectores. Este avance de la actividad fue posible, en gran parte, gracias al apoyo continuado de las políticas económicas, el carácter más selectivo de las medidas de contención adoptadas en relación con las de anteriores olas de la pandemia y la mayor adaptación de los agentes económicos a la nueva coyuntura generada por la crisis sanitaria. El PIB registró tasas de crecimiento intertrimestral del 1 % en Estados Unidos y el Reino Unido, y del 2,8 % en Japón (véase gráfico 3.1), que no fueron suficientes para que estas economías recuperasen los niveles de PIB y de empleo previos a la pandemia (véase gráfico 3.2). La recuperación continuó también en las economías emergentes, según muestran los datos de China (2,6 % intertrimestral), Turquía (1,7 %) y América Latina (alrededor del 4 %). Por su parte, el comercio mundial evidenció una nueva mejoría y, en términos de los intercambios de bienes, se recuperaron los niveles previos a la pandemia.

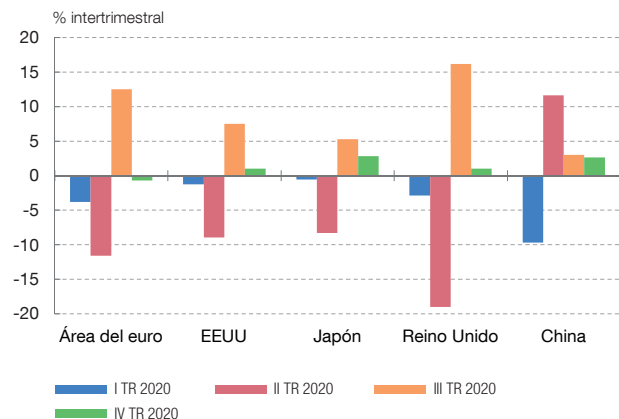
A escala global, la pandemia ha moderado su incidencia a lo largo del primer trimestre de 2021, lo que ha permitido una mayor movilidad y propiciado un avance adicional de la actividad (véanse gráficos 3.3 y 3.4). Los indicadores de alta frecuencia muestran una mejoría respecto al trimestre anterior en la evolución de las manufacturas en Estados Unidos y en Japón, mientras que en China —debido a la incidencia del Año Nuevo— y en el Reino Unido —debido a las interrupciones en la provisión de algunos suministros causadas por el *brexit*— los datos más recientes resultan más difíciles de interpretar. El sector servicios ha mostrado también un comportamiento heterogéneo, asociado, en parte, a la diferente situación epidemiológica de cada país, con una evolución menos propicia en el Reino Unido

Gráfico 3

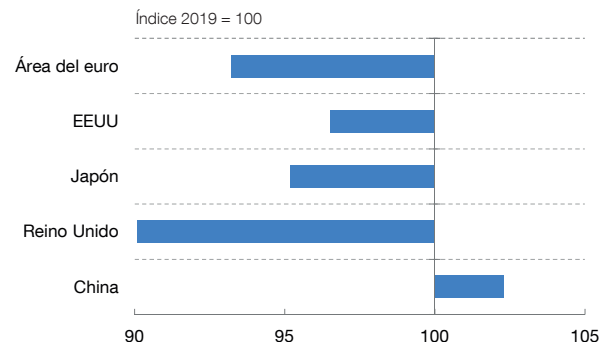
**EL IMPACTO DE LA PANDEMIA DE COVID-19 EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL**

A pesar del empeoramiento de la situación epidemiológica, la recuperación de la actividad siguió su curso en el cuarto trimestre de 2020, aunque a un ritmo menor y más heterogéneo por países, apuntalada por el despliegue selectivo de las medidas de contención de la pandemia y el apoyo continuado de las políticas económicas. La inflación permanece en niveles muy reducidos a pesar del aumento de los precios de las materias primas.

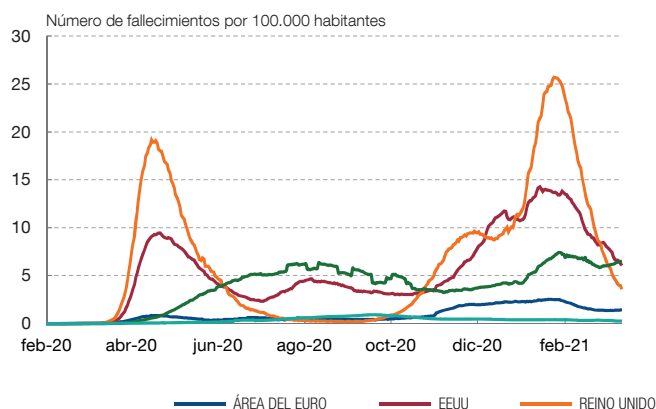
1 CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB



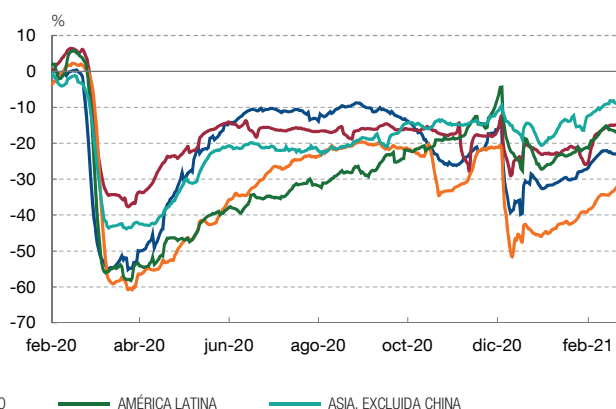
2 NIVEL DEL PIB DE LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS MUNDIALES EN 2020



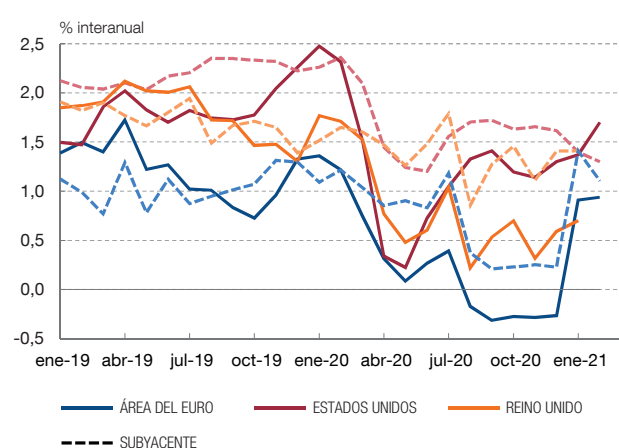
3 NUEVOS FALLECIMIENTOS POR 100.000 HABITANTES, SUMA DE 14 DÍAS



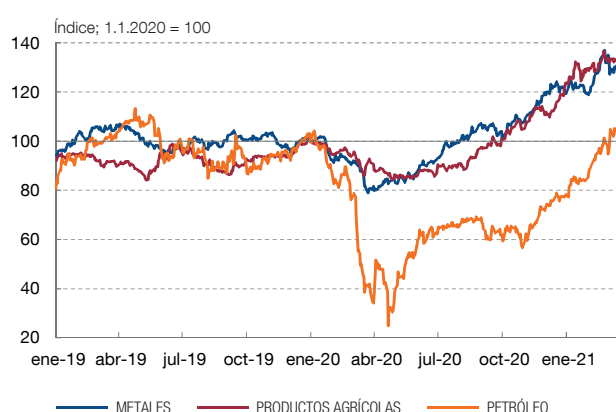
4 INDICADORES DE MOVILIDAD (a)



5 INFLACIÓN TOTAL Y SUBYACENTE EN ECONOMÍAS AVANZADAS



6 EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LAS MATERIAS PRIMAS



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

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



y Japón que en Estados Unidos. En este último país, la evolución del empleo siguió siendo favorable y la tasa de paro se redujo hasta el 6,2 % de la población activa en febrero. Las previsiones para 2021 publicadas por *Consensus Forecasts* en febrero —muy condicionadas por las perspectivas sanitarias y del proceso de vacunación— muestran revisiones al alza en el crecimiento esperado para Estados Unidos y Asia emergente (incluida China).

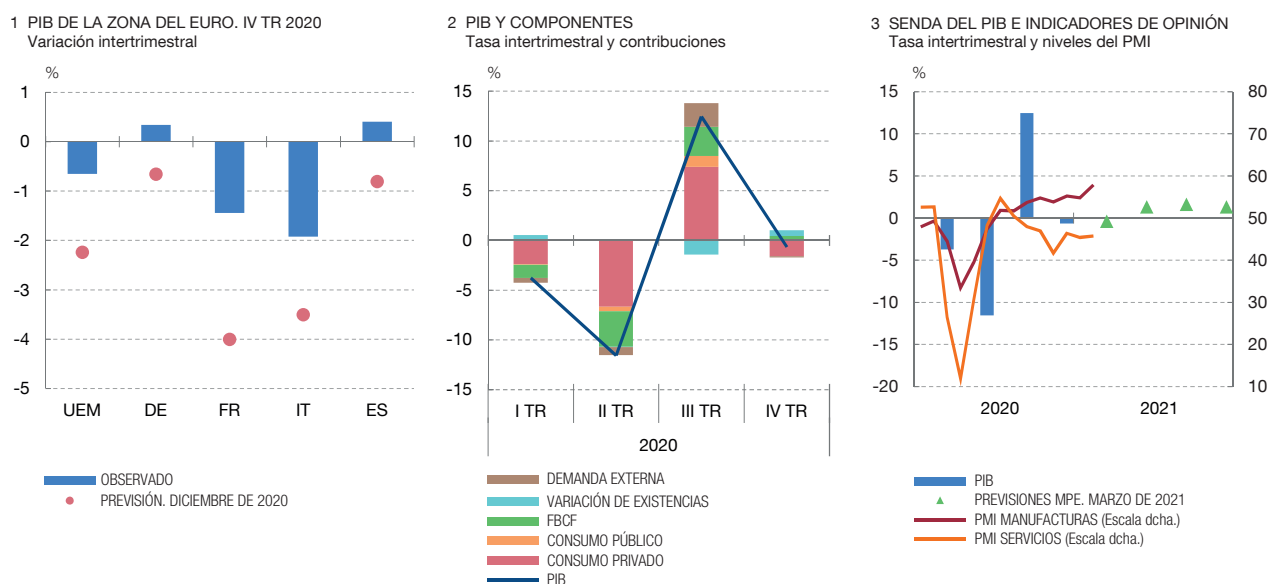
**A pesar del aumento del precio de las materias primas durante los últimos meses, las tasas de inflación se mantienen en niveles reducidos** (véanse gráficos 3.5 y 3.6). El aumento generalizado que han registrado los precios de las materias primas desde mediados de 2020 responde tanto al incremento de su demanda, por la recuperación de la economía mundial, como a distintos factores de oferta. En el caso del petróleo, por ejemplo, la oferta ha estado influida por los acuerdos de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus socios para restringir la producción, y por factores climatológicos adversos que afectaron al *shale oil* de Estados Unidos. No obstante, en un contexto en el que la demanda agregada aún muestra signos de debilidad, las tasas de inflación se mantienen en niveles relativamente reducidos, que en el caso de Estados Unidos se sitúan alrededor del 1,5 %, mientras que en China y Japón permanecen por debajo de cero.

**En cuanto a las políticas económicas, la principal novedad en la parte transcurrida del año es la ampliación del estímulo fiscal en Estados Unidos.**

Al paquete fiscal aprobado en este país en diciembre, por una cuantía de alrededor de un 4 % del PIB y que extendía algunas de las medidas de apoyo que expiraban a finales de 2020, se ha unido otro plan de estímulo aprobado en marzo, por un monto cercano al 10 % del PIB y que tendrá un efecto significativo tanto en Estados Unidos como en otras economías (véase recuadro 3). En el ámbito de la política monetaria, los bancos centrales de los países desarrollados han mantenido las medidas adoptadas para mitigar el impacto económico de la pandemia y han preservado así el tono acomodaticio de su política. Como novedad, cabe destacar que la Reserva Federal estadounidense decidió en diciembre vincular la orientación futura de sus compras de activos al progreso efectivo en la consecución de sus objetivos de estabilidad de precios y máximo empleo. Las políticas monetarias también mantuvieron, en general, su tono acomodaticio en las economías emergentes, al tiempo que algunos países recurrieron a intervenciones en los mercados cambiarios para evitar una apreciación excesiva de sus divisas. Como excepciones, el Banco Central de Brasil inició un ciclo de subidas de tipos de interés oficiales con un primer incremento de 75 pb, hasta el 2,75 %, ante el repunte de las presiones inflacionistas, y el Banco Central de la República de Turquía elevó en diciembre y marzo el tipo de interés oficial en 200 pb en ambas ocasiones, hasta el 19 %, con el objetivo de moderar la inflación, estabilizar la lira, atraer de nuevo a los inversores internacionales y reconstruir las reservas de divisas.

## LA ECONOMÍA DE LA ZONA DEL EURO SE CONTRAJÓ EN EL CUARTO TRIMESTRE, AUNQUE MENOS DE LO ESPERADO

La contracción de la actividad económica estuvo muy condicionada por el impacto negativo sobre el consumo privado de las medidas de contención de la pandemia desplegadas en el tramo final de 2020. Se prevé que el PIB experimente un nuevo retroceso en el primer trimestre de 2021, antes de iniciar una recuperación relativamente intensa en el resto del ejercicio.



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



## 3.2 El área del euro

**El empeoramiento de la situación epidemiológica en el cuarto trimestre de 2020 y primeros meses de 2021 interrumpió la recuperación económica de la zona del euro. La inflación, muy débil hasta finales de 2020, repuntó con fuerza en enero, impulsada por un conjunto diverso de factores de naturaleza fundamentalmente transitoria**

### La zona del euro vio interrumpida su recuperación en el tramo final de 2020.

El PIB del conjunto de la UEM se redujo un 0,6 % en tasa intertrimestral en el cuarto trimestre (véase gráfico 4.1). Esta recaída de la actividad, que, no obstante, fue menor que la anticipada en el ejercicio de previsión del Eurosistema de diciembre, fue consecuencia, en buena parte, de las nuevas medidas de contención de la pandemia que se introdujeron ante el notable deterioro de la situación sanitaria en el otoño. La caída del PIB reflejó, fundamentalmente, la contracción de la demanda nacional por la contribución negativa del consumo privado (véase gráfico 4.2). La reducción de la actividad y del empleo se concentró en los servicios, en particular en aquellos más directamente expuestos a la interacción social y a las restricciones impuestas. Las manufacturas, en cambio, mostraron un crecimiento sólido (véase gráfico 4.3).

**PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB Y DEL IAPC PARA LA UEM (a)**

	2021		2022		2023	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC	PIB	IAPC
BCE (marzo de 2021)	4,0 (0,1)	1,5 (0,5)	4,1 (-0,1)	1,2 (0)	2,1 (0)	1,4 (0)
Comisión Europea (febrero de 2021)	3,8 (-0,4)	1,4 (0,3)	3,8 (0,8)	1,3 (0)		
OCDE (marzo de 2021) (b)	3,9 (0,2)	0,7 (...)	3,8 (0,5)	1,0 (...)		
FMI (enero de 2021) (c)	4,2 (-1)	0,9 (...)	3,6 (0,5)	1,2 (...)		
<i>Consensus Forecast</i> (marzo de 2021)	4,3 (-0,1)	1,5 (0,3)	4,2 (0,1)	1,3 (0,1)		

**FUENTES:** Banco Central Europeo, Comisión Europea, *Consensus Forecast*, Fondo Monetario Internacional y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

**a** Entre paréntesis, variación respecto a la previsión anterior, que corresponde a diciembre de 2020 para el BCE, noviembre para la CE, diciembre para la OCDE, octubre para el FMI y febrero para *Consensus*.

**b** Los datos de la OCDE referidos al PIB corresponden a marzo de 2021, en tanto que los datos referidos al IAPC corresponden a diciembre de 2020.

**c** Los datos del FMI relativos al PIB corresponden a enero de 2021, en tanto que los datos referidos a IAPC corresponden a octubre de 2020.

**Tras una nueva contracción a principios de año, se prevé que el PIB inicie una recuperación intensa en los siguientes trimestres.** La prolongación en el tiempo de las restricciones a la movilidad y, en algunos casos, su endurecimiento han debilitado adicionalmente el consumo y la actividad de los servicios en la parte transcurrida del primer trimestre. No obstante, se prevé que en los próximos trimestres la actividad de la UEM pueda retomar una senda de crecimiento relativamente robusta, que se verá favorecida por el avance de las campañas de vacunación, el dinamismo del comercio exterior, la continuidad de los estímulos fiscales, el comienzo de la ejecución de proyectos de inversión financiados con los fondos del programa NGEU y el mantenimiento del tono expansivo de la política monetaria del BCE. Además, la eventual normalización de la situación sanitaria debería permitir una cierta liberación de la bolsa de ahorro que las familias han acumulado durante la pandemia, lo que habría de contribuir a la esperada recuperación del consumo (véase recuadro 4).

**En su ejercicio de proyecciones macroeconómicas (MPE, por sus siglas en inglés) de marzo, el BCE anticipa un crecimiento de la economía de la zona del euro de en torno al 4% tanto en 2021 como en 2022.** Con respecto al ejercicio de diciembre, el deterioro de la situación económica que se habría producido en el arranque del año y los mayores precios de petróleo se verían contrarrestados por una evolución más favorable que la esperada en el cuarto trimestre de 2020 —lo cual tiene un efecto positivo sobre la tasa media de crecimiento en 2021— y por un escenario global más positivo tras el acuerdo del *brexít* y las medidas fiscales aprobadas en Estados Unidos en diciembre. El estímulo fiscal adicional aprobado recientemente por el Congreso estadounidense representa un riesgo al alza para la economía mundial y del área del euro (véase recuadro 3). Si bien estas proyecciones están en línea con las de otros organismos internacionales y analistas privados (véase cuadro 2), aún se encuentran sometidas a un elevado grado de incertidumbre.

Dicha incertidumbre estaría asociada, por un lado, a la evolución de la situación sanitaria y el ritmo de las campañas de vacunación y, por otro, al lastre que para la recuperación económica puedan representar las secuelas de una crisis que se está prolongando en el tiempo más de lo inicialmente previsto.

**La política fiscal acompañará a la recuperación económica.** La cláusula de escape prevista en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que permite suspender el cumplimiento de los objetivos cuantitativos en cuanto a la corrección de los desequilibrios en las cuentas públicas, se mantendrá activada hasta que el PIB recupere los niveles anteriores a la pandemia. Además, de cara a su reactivación, se prevé aplicar la máxima flexibilidad posible para tener en cuenta la potencial heterogeneidad entre países en sus ritmos de recuperación. Esto permitirá que los países europeos puedan extender y ampliar las medidas aprobadas para apoyar a empresas y hogares durante la pandemia. A estas actuaciones se suman, además, las intervenciones que los Estados miembros podrán realizar a través de los fondos que se repartirán dentro del programa NGEU, cuyo objetivo es financiar reformas e inversiones en dichos Estados miembros, con un foco especial en los más afectados por la crisis.

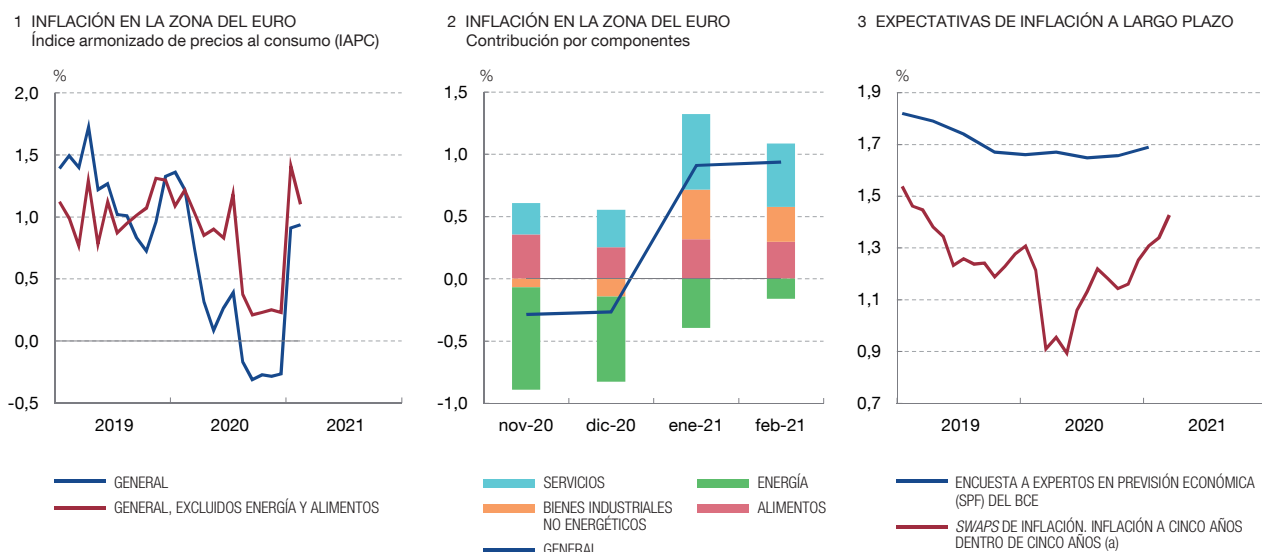
**En el área del euro, la inflación repuntó con fuerza a principios del año, afectada por un conjunto diverso de factores de carácter fundamentalmente temporal.** El aumento fue generalizado en los componentes del índice general, y la inflación se situó en el 0,9 % en los dos primeros meses del año, frente al -0,3 % de diciembre (véanse gráficos 5.1 y 5.2). Por su parte, la inflación subyacente se elevó hasta el 1,1 % en febrero. Entre los factores que explican este repunte destacan la finalización en enero de la reducción transitoria del IVA en Alemania, el aumento de los precios de la energía, el retraso del período de rebajas en algunos países y el cambio en las ponderaciones de la cesta de consumo del IAPC. Este último elemento, que afecta a la estacionalidad del índice, explicaría de forma mecánica en torno a 0,3 puntos porcentuales (pp) del incremento de la inflación de enero, efecto que se irá desvaneciendo en el transcurso del año.

**De cara al futuro, la debilidad de la demanda no permite anticipar presiones inflacionistas significativas.** El MPE de marzo prevé un aumento transitorio de la inflación en 2021, hasta el 1,5 %, que posteriormente se situaría en el 1,2 % y el 1,4 %, en 2022 y 2023, respectivamente (véase cuadro 2). Por su parte, las expectativas de inflación, tanto a corto como a largo plazo, se mantienen también en niveles muy contenidos y claramente alejados de la referencia de medio plazo del 2 % (véase gráfico 5.3).

**En su última reunión de política monetaria, celebrada en marzo, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, de forma unánime, incrementar significativamente el ritmo de compras en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia durante el próximo trimestre.** Además, el Consejo reiteró que las compras se realizarán con flexibilidad, de acuerdo con las condiciones de

## EN EL ÁREA DEL EURO, LA INFLACIÓN REPUNTÓ A PRINCIPIOS DE AÑO

El aumento de la inflación, generalizado por componentes, se explica, en buena parte, por el final de la reducción transitoria del IVA en Alemania, el aumento de los precios de la energía y otros factores técnicos con un efecto transitorio. Las expectativas de inflación a largo plazo permanecen en niveles reducidos.



FUENTES: Bloomberg, Eurostat y Banco Central Europeo.

a Promedio mensual de datos diarios.



mercado y con vistas a evitar un endurecimiento de las condiciones financieras incompatible con el objetivo de contrarrestar el impacto negativo de la pandemia en las perspectivas de inflación. Al igual que en la reunión celebrada en enero, los tipos de interés oficiales se mantuvieron sin variación y no se introdujeron cambios adicionales en el diseño de los programas de compra de activos ni en las operaciones de financiación. Por su parte, el mercado no anticipa cambios en los tipos de interés de referencia durante los próximos meses.

**Aunque las condiciones de financiación de los distintos sectores de la economía continúan siendo holgadas, desde comienzos de año se ha producido un repunte en el coste de financiación mediante instrumentos de deuda a largo plazo.** En sincronía con el aumento de los tipos de interés a largo plazo que se ha producido en Estados Unidos en los últimos meses, en el área del euro se ha observado un incremento significativo en los costes de financiación de la deuda pública a más largo plazo desde comienzos del año (véase sección 2). Este repunte se ha trasladado también a los tipos de interés de los bonos corporativos. Por su parte, los costes del crédito bancario se mantienen en niveles históricamente reducidos en todos los segmentos, sin que hayan experimentado variaciones significativas en los últimos meses. No obstante, de acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), en el cuarto trimestre de 2020 se habrían vuelto a

endurecer ligeramente los criterios de aprobación de préstamos en todas las modalidades, movimiento que las entidades participantes esperan que se prolongue durante los primeros meses de 2021.

**La financiación captada por las empresas y por los hogares muestra escaso dinamismo en términos intertrimestrales.** El saldo vivo de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras ha crecido a tasas reducidas durante los últimos meses, mientras que la financiación captada en los mercados de renta fija ha disminuido ligeramente. En cuanto a los hogares, el ritmo de avance del crédito se ha reducido, como consecuencia del menor dinamismo de todos sus componentes. En particular, la financiación para la adquisición de vivienda, aunque sigue creciendo, lo hace a un ritmo menor, mientras que tanto el crédito al consumo como, en menor medida, el destinado a otros fines se contraen.

Las condiciones de financiación de la economía española siguen siendo holgadas, aunque los criterios de concesión de préstamos se habrían endurecido levemente durante los últimos meses

**El IBEX-35 se ha revalorizado en la parte transcurrida del primer trimestre, apoyado en el aumento de las cotizaciones de los sectores más cíclicos.** Entre finales de diciembre y la fecha de cierre de este Informe, el IBEX-35 acumuló una ganancia del 7,2 %, frente al incremento del 8,4 % registrado en el EURO STOXX 50. Esta revalorización es coherente con la recuperación que se ha producido recientemente en las expectativas de beneficios a medio plazo de las empresas cotizadas (véase recuadro 2). Por su parte, en el mercado de deuda soberana la prima de riesgo española a diez años se ha elevado ligeramente desde finales de 2020, situándose en la fecha de cierre de este Informe en 66 pb. En esa misma fecha, el euríbor a doce meses, cuya tendencia descendente se interrumpió en febrero, registró niveles similares a los de diciembre (-0,50 %).

**Los costes de financiación para el sector privado han permanecido en niveles reducidos.** Los tipos de interés medios de las nuevas operaciones de crédito bancario se han mantenido relativamente estables durante los últimos meses, y en casi todos los segmentos se han estrechado los diferenciales con los tipos de interés de mercado (véase gráfico 6.1). En cambio, el coste medio de la financiación con deuda corporativa ha repuntado ligeramente, situándose en febrero en el 1,5 %, 19 pb por encima del nivel previo a la crisis sanitaria.

Según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), los criterios de concesión de préstamos se habrían endurecido ligeramente en el cuarto trimestre de 2020, excepto en el segmento de vivienda (véase gráfico 6.2). Esta evolución responde a un aumento de los riesgos percibidos por los prestamistas. Las expectativas de las entidades apuntan a una prolongación de esta pauta en el segmento de financiación a las sociedades en el primer trimestre de 2021, y a un mantenimiento de los criterios de concesión de los fondos a hogares.

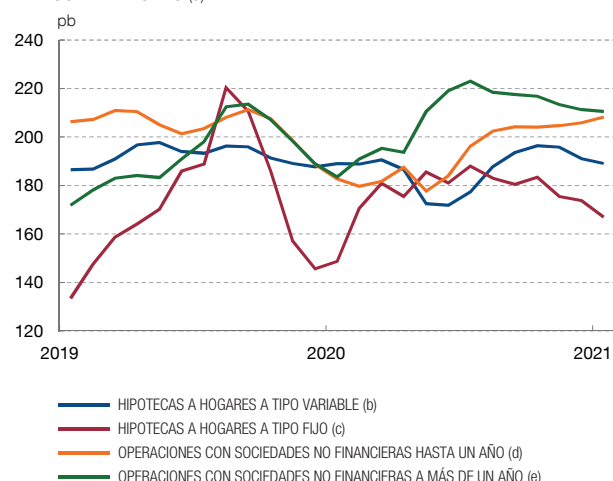
Tras el fuerte aumento del trimestre anterior, la actividad económica se expandió de forma modesta en España en el último trimestre de 2020, a una tasa más favorable que la anticipada en el escenario central del ejercicio de proyecciones del Banco de España publicado en diciembre

**El PIB de la economía española aumentó ligeramente en el cuarto trimestre de 2020, aunque aún se mantiene alejado de los niveles previos a la pandemia.**

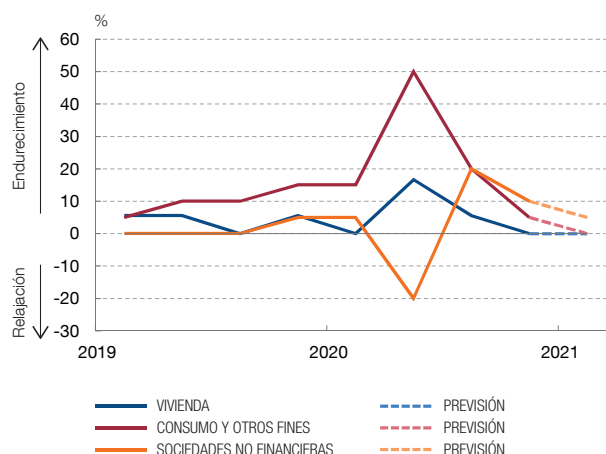
## LOS DIFERENCIALES DEL COSTE DE LA FINANCIACIÓN BANCARIA SE HAN REDUCIDO DURANTE LOS ÚLTIMOS MESES, MIENTRAS QUE LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS SE HAN ENDURECIDO LIGERAMENTE

Los diferenciales entre los tipos de interés bancarios de los nuevos préstamos y los tipos de interés de mercado se han reducido en los últimos meses, excepto en el segmento de operaciones con sociedades no financieras hasta un año. Según la última Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), los criterios de concesión de préstamos se habrían vuelto a endurecer ligeramente en el cuarto trimestre de 2020, excepto en el segmento de vivienda, en el que se habrían mantenido estables, tendencia que se podría prolongar en el primer trimestre de 2021 en el caso de la financiación a las empresas.

1 DIFERENCIALES ENTRE LOS TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS Y LOS DE MERCADO (a)



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



FUENTES: Thomson Reuters Datastream y Banco de España.

- a Los tipos de interés de los préstamos bancarios son tipos efectivos definición restringida (TEDR), es decir, no incluyen comisiones ni gastos conexos a los préstamos, y están ajustados por estacionalidad y componente irregular.
- b Diferencial con respecto al euríbor a doce meses del mes anterior.
- c Diferencial con respecto al swap de tipos de interés a veinte años del mismo mes.
- d Diferencial con respecto al euríbor a tres meses del mes anterior.
- e Diferencial con respecto al swap de tipos de interés a tres años del mismo mes.
- f Indicador = porcentaje de entidades que han endurecido los criterios considerablemente  $\times 1$  + porcentaje de entidades que han endurecido los criterios en cierta medida  $\times 1/2$  - porcentaje de entidades que han relajado los criterios en cierta medida  $\times 1/2$  - porcentaje de entidades que han relajado los criterios considerablemente  $\times 1$ .



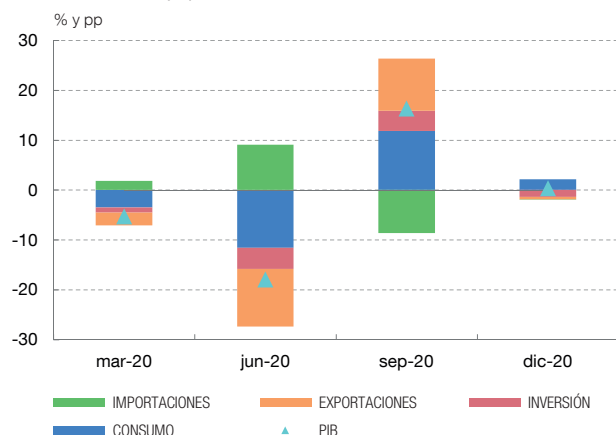
A comienzos del trimestre, el agravamiento de la crisis sanitaria provocó un endurecimiento de las medidas de contención de la pandemia. No obstante, estas medidas fueron mucho más focalizadas que las despegadas en primavera y volvieron a relajarse en las últimas semanas de diciembre. Todo ello permitió, junto con un cierto proceso de aprendizaje y adaptación a la pandemia por parte de los agentes económicos, que el PIB español se elevase un 0,4 % en el conjunto del trimestre (véase gráfico 7.1). Este avance, ligeramente inferior al previsto en el escenario suave del ejercicio de proyecciones del Banco de España publicado en diciembre, supuso, sin embargo, una evolución más favorable de la actividad que la modesta contracción del producto anticipada en el escenario central de dichas proyecciones<sup>1</sup>. Como

<sup>1</sup> En el ejercicio de proyecciones elaborado a principios de diciembre no se contempló la relajación de las restricciones que tuvo lugar en España antes de Navidad. Esto contribuiría a explicar que la evolución económica

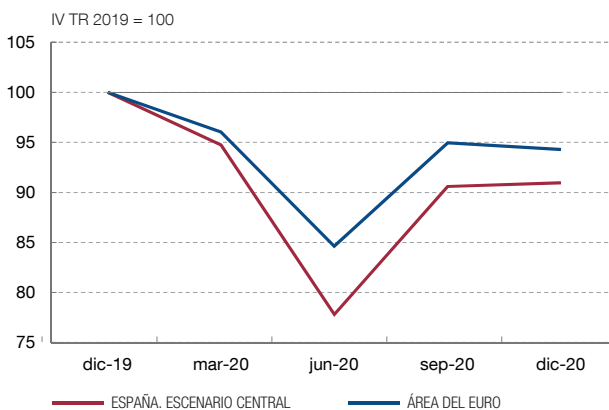
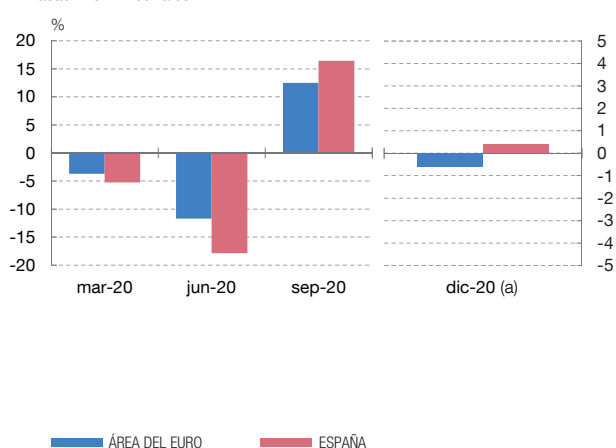


## LA ACTIVIDAD ECONÓMICA SE EXPANDIÓ LIGERAMENTE EN EL CUARTO TRIMESTRE DE 2020

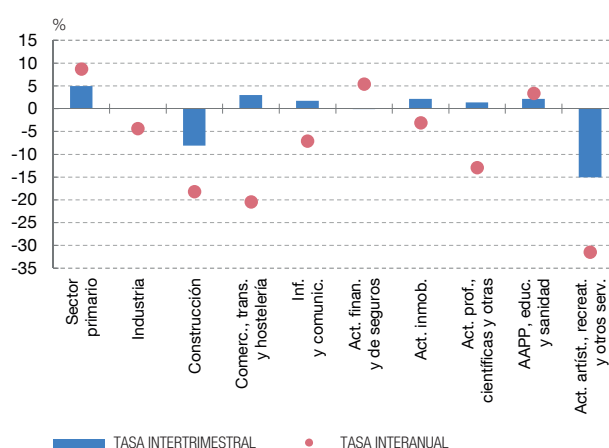
A pesar del agravamiento de la crisis sanitaria durante el otoño, el PIB español aumentó ligeramente en el último trimestre de 2020 —gracias al avance del consumo privado y del consumo público—. La tasa observada fue mayor que la esperada en el escenario central del ejercicio de proyecciones del Banco de España de diciembre y que la registrada en el conjunto del área del euro en el mismo período. La evolución de la actividad siguió evidenciando una acusada heterogeneidad entre las diferentes ramas productivas en términos de la brecha de sus niveles de actividad con respecto a los observados antes de la pandemia.

1 CRECIMIENTO DEL PIB  
Tasa intertrimestral y aportaciones

2 EVOLUCIÓN DEL PIB EN ESPAÑA Y EN LA UEM

3 CRECIMIENTO DEL PIB  
Tasas intertrimestrales

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



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

a Escala derecha.



resultado de esta evolución, el PIB se contrajo un 11 % en el conjunto de 2020 y, al cierre de dicho ejercicio, se situó un 9,1 % por debajo del nivel alcanzado a finales de 2019 (véase gráfico 7.2).

registrada en el cuarto trimestre de 2020 fuese más favorable que la proyectada bajo el escenario central de estas proyecciones y se encontrase muy próxima a la prevista en el escenario suave. Véase «Escenarios macroeconómicos para la economía española 2020-2023: contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2020».

**El diferencial de crecimiento entre España y la UEM volvió a ser positivo en el tramo final del año** (véase gráfico 7.3). El PIB del área del euro se contrajo un 0,7 % en el cuarto trimestre de 2020, penalizado por el acusado deterioro de la actividad observado en Francia y en Italia, en parte como consecuencia de una evolución relativamente desfavorable de la pandemia en estos países durante el período. En cualquier caso, la contracción del producto de la eurozona en el conjunto de 2020 (un 6,6 %) fue mucho menos intensa que la observada en España, de modo que, al final del ejercicio, el PIB en la UEM se encontraba un 4,9 % por debajo de su nivel previo a la pandemia.

**En el cuarto trimestre, la expansión del PIB español se apoyó únicamente en el avance del consumo público y privado.** En un contexto de mayor incertidumbre ante el agravamiento de la pandemia y de reintroducción de algunas restricciones, la inversión en vivienda y en equipo se redujo durante el trimestre. Por su parte, la aportación de la demanda externa al crecimiento se tornó negativa, como resultado de un retroceso de las exportaciones (especialmente, de las turísticas) y de un moderado avance de las importaciones.

**La evolución de la actividad fue, nuevamente, muy heterogénea por ramas productivas, de forma que se acrecentaron las disparidades sectoriales en cuanto a la brecha acumulada en los niveles de actividad con respecto a los previos a la pandemia.** Frente al comportamiento relativamente favorable que el sector primario, las actividades financieras y de seguros, y las AAPP, educación y sanidad han mostrado en los últimos trimestres —con tasas de crecimiento interanuales positivas—, destacan los fuertes retrocesos observados en la construcción, el comercio, el transporte y la hostelería, y las actividades artísticas y recreativas (véase gráfico 7.4). Desde la perspectiva de las empresas, un análisis de la estadística de empresas inscritas en la Seguridad Social revela que, desde el estallido de la pandemia, se ha producido una notable reducción tanto de los flujos de entrada como de los de salida de compañías. Este último aspecto habría evitado, al menos por el momento, que se hubiera producido un mayor descenso del número total de empresas en nuestro país en los últimos meses (véase recuadro 7).

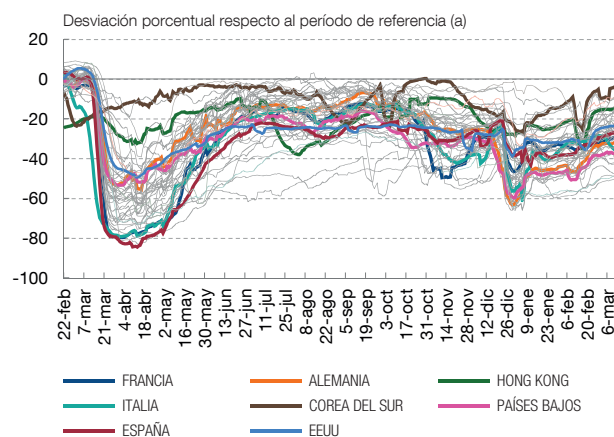
**El agravamiento de la crisis sanitaria a principios de 2021 ha conllevado un lastre adicional al dinamismo de la actividad, que podría implicar un ligero retroceso del PIB en el primer trimestre del año**

**En los primeros compases de 2021, las medidas para contener la pandemia se endurecieron con el fin de frenar la tercera ola de contagios, lo que habría debilitado la actividad.** Así lo muestra la evolución de diversos indicadores de alta frecuencia a comienzos de 2021 (véase gráfico 8). Por ejemplo, durante buena parte de los meses de enero y febrero, los indicadores de movilidad —en especial, los relativos al tráfico aéreo y por carretera, y a la venta de combustibles— evidenciaron

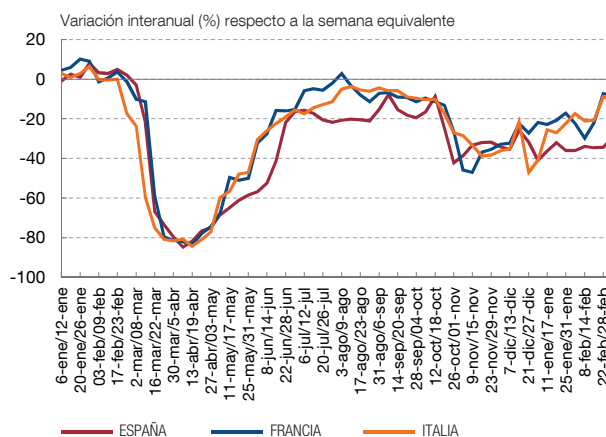
## EL AGRAVAMIENTO DE LA CRISIS SANITARIA DE FINALES DE 2020 Y COMIENZOS DE 2021 HABRÍA AFECTADO NEGATIVAMENTE AL DINAMISMO DE LA ACTIVIDAD

El endurecimiento de las medidas de contención para frenar la tercera ola de la pandemia habría provocado un debilitamiento de la senda de recuperación de la actividad durante buena parte de los meses de enero y febrero, como señalan distintos indicadores relativos a la movilidad, a la demanda de energía eléctrica y al gasto realizado mediante tarjetas bancarias. No obstante, en el tramo final del trimestre, coincidiendo con la mejora de la situación epidemiológica y la relajación de algunas restricciones, estos indicadores apuntarían a que la actividad habría recuperado un cierto vigor.

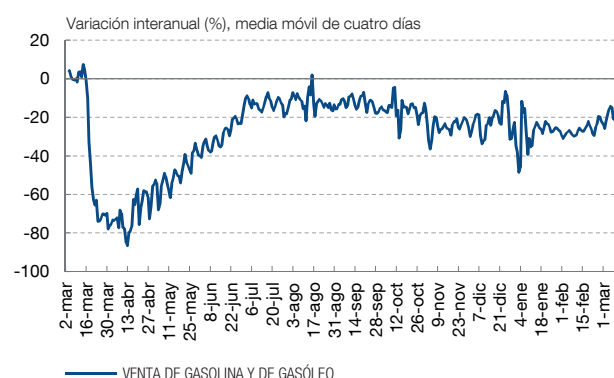
1 INDICADORES DE MOVILIDAD LOCAL. LUGARES DE OCIO Y DE COMERCIO AL POR MENOR, ESTACIONES DE TRANSPORTE PÚBLICO Y LUGARES DE TRABAJO



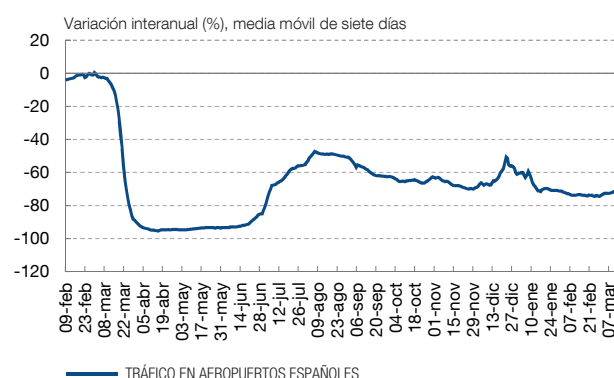
2 TRÁFICO POR AUTOPISTAS



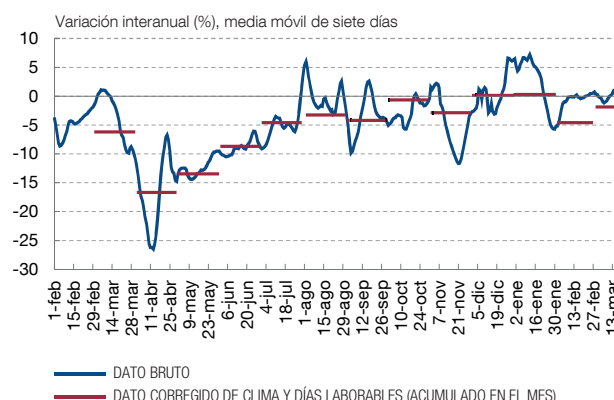
3 VENTA DE GASOLINA Y DE GASÓLEO



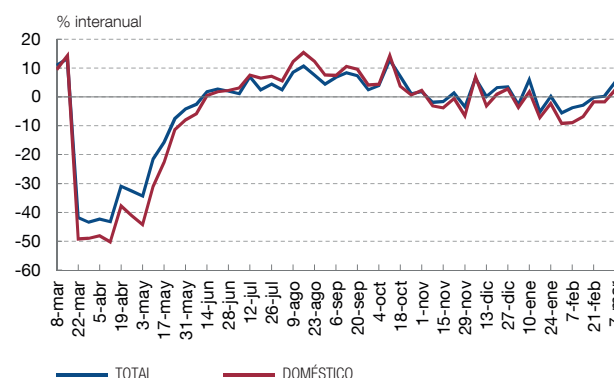
4 TRÁFICO EN AEROPUERTOS ESPAÑOLES



5 DEMANDA DE ENERGÍA ELÉCTRICA



6 GASTO CON TARJETAS



**FUENTES:** Google, Grupo Atlantia, Dirección de Estudios de Repsol, Organización Europea para la Seguridad de la Navegación Aérea, Red Eléctrica de España, Sistema de Tarjetas y Medios de Pagos, y Banco de España.

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



una intensificación de sus caídas interanuales con respecto al cuarto trimestre de 2020. La demanda de energía eléctrica y los pagos con tarjetas de crédito mostraron dinámicas similares. En la misma línea, con información recabada fundamentalmente durante la segunda mitad de febrero, la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) elaborada por el Banco de España señalaba que estas anticipaban una evolución desfavorable de su facturación en el primer trimestre del año (véase recuadro 6).

**En las últimas semanas, la notable mejoría que ha experimentado la situación epidemiológica en España ha permitido una cierta relajación de las medidas de contención, lo que habría incidido favorablemente sobre la actividad.** En efecto, los mismos indicadores que apuntaban a un debilitamiento de la actividad a comienzos del año muestran, en el tramo final del trimestre, signos de que se habría producido un cambio de tendencia en las dinámicas de la actividad y que esta estaría recuperando un cierto vigor recientemente (véase, de nuevo, gráfico 8).

**En un contexto en el que aún prevalece una elevada incertidumbre, las últimas proyecciones del Banco de España apuntan a que el PIB podría reducirse levemente en el primer trimestre del año<sup>2</sup>.** Como en trimestres precedentes, existe una notable incertidumbre con respecto a la evolución de la pandemia y a la respuesta de los agentes a la crisis sanitaria, lo que ha aconsejado la elaboración de tres escenarios alternativos (denominados *suave*, *central* y *severo*) para valorar las perspectivas macroeconómicas de la economía española. En línea con la evolución cambiante que los indicadores de actividad descritos anteriormente han mostrado durante el trimestre, estos escenarios contemplan una tasa de crecimiento del PIB entre enero y marzo que oscilaría entre una leve expansión del 0,4 % en el escenario suave y una contracción moderada del 0,9 % en el escenario severo. Por su parte, en el escenario central se prevé una ligera caída del producto del 0,4 %, que reflejaría una contribución negativa de la demanda interna, mientras que la de la demanda externa sería ligeramente positiva, en un contexto de cierta recuperación tanto de las exportaciones como de las importaciones.

**La senda de mejoría del empleo se debilitó en el primer trimestre, a raíz del impacto de la tercera ola de la pandemia**

**La afiliación total a la Seguridad Social mostró en febrero una tasa de variación interanual del -2,1 %, por debajo del valor observado en los tres meses precedentes** (véase gráfico 9.1). Este deterioro se apreció, principalmente, en las ramas de servicios de mercado —que pasaron a mostrar un descenso interanual del empleo del 4,6 %— y, en menor medida, en la construcción. Por el contrario, el empleo en los servicios de no mercado repuntó y presentó un avance interanual del 3,7 %.

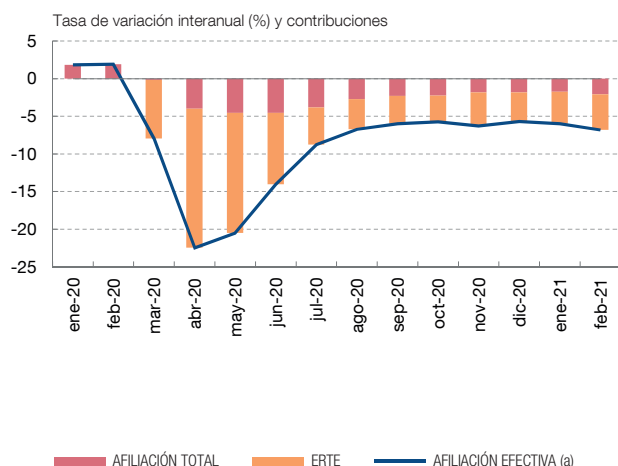
---

<sup>2</sup> Véase el recuadro 1 de este Informe, «Proyecciones macroeconómicas 2021-2023».

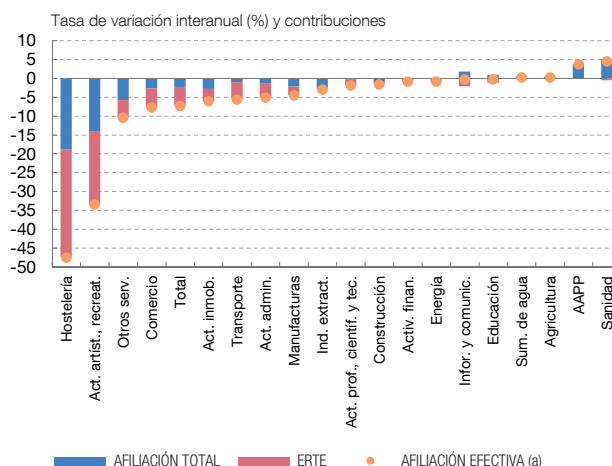
## EVOLUCIÓN RECIENTE DEL EMPLEO

En febrero, la variación interanual de la afiliación total empeoró hasta el  $-2,1\%$ , lo que, junto con el aumento de los trabajadores en ERTE, elevó el descenso interanual de la afiliación efectiva hasta el  $-6,8\%$ . Los trabajadores en ERTE se concentraron en las actividades de servicios más afectadas por las restricciones, dando lugar a caídas de casi el  $50\%$  en la afiliación efectiva de la hostelería.

1 TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DE LA AFILIACIÓN TOTAL Y EFECTIVA (DATOS MEDIOS DEL MES)



2 TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DE LA AFILIACIÓN EFECTIVA, POR RAMAS, EN FEBRERO (DATOS MEDIOS DEL MES)



FUENTE: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

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



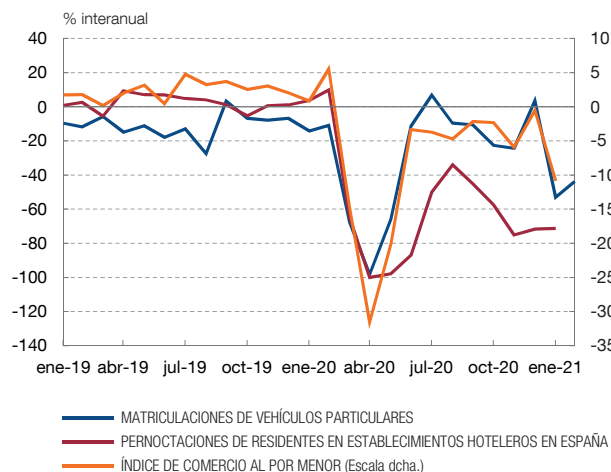
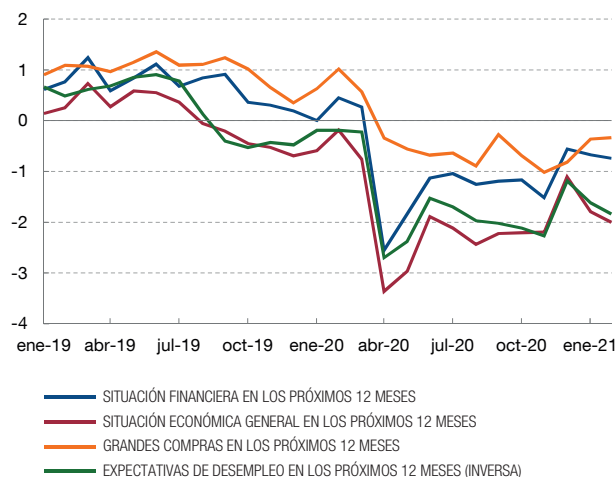
**El deterioro de la afiliación total vino acompañado de un aumento de los trabajadores afectados por un ERTE.** Tras el endurecimiento de las restricciones establecidas para contener la expansión de la tercera ola de la pandemia, el número de trabajadores en ERTE se incrementó a comienzos de 2021, llegando a alcanzar los 909.661 en la media del mes de febrero —casi 900.000 a finales del mes—, de los cuales prácticamente la mitad pertenecían a las ramas de hostelería. Como resultado de esta evolución, la caída interanual en la afiliación efectiva se elevó hasta el  $-6,8\%$  en febrero, volviendo a una tasa similar a la del pasado mes de agosto. Además, en los dos primeros meses del año continuó aumentando la heterogeneidad sectorial en la evolución del empleo, de forma que, en febrero, la afiliación efectiva presentó descensos interanuales cercanos al  $50\%$  en la hostelería y al  $35\%$  en las actividades artísticas y recreativas, que contrastaron con los avances interanuales observados en las ramas de AAPP y servicios sanitarios (véase gráfico 9.2).

**En línea con la evolución más reciente de la actividad económica, se prevé que el empleo, medido en términos de horas trabajadas, experimente un leve descenso en el primer trimestre del año.** Como ya se ha mencionado, la relajación de las medidas de contención que se ha producido en las últimas semanas, una vez superado el pico de la tercera ola de la pandemia, habría permitido un cierto incremento

**EL CONSUMO DE LAS FAMILIAS HABRÍA CAÍDO EN LOS PRIMEROS MESES DEL AÑO**

El gasto de las familias se habría reducido a comienzos de 2021, en un contexto de endurecimiento de las restricciones para contener la pandemia y de elevada incertidumbre, que habría lastrado la confianza de los consumidores. Todo ello habría contribuido a que la tasa de ahorro de las familias se hubiera mantenido en registros relativamente elevados en los últimos meses.

1 INDICADORES DE CONSUMO DE LOS HOGARES

2 CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES  
Datos normalizados (a)

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, ANFAC, Comisión Europea y Banco de España.

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



del grado de dinamismo de la actividad económica en el tramo final del trimestre. En el último ejercicio de proyecciones del Banco de España, se prevé que este mayor vigor de la actividad tenga su reflejo también en el comportamiento del empleo durante el mes de marzo, de forma que, en el escenario central de este ejercicio, las horas trabajadas retrocederían levemente en el conjunto del primer trimestre del año, después del ligero incremento que registraron en el último trimestre de 2020.

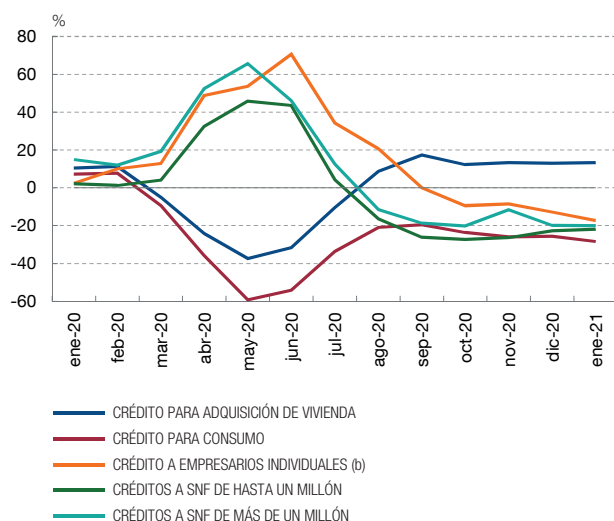
**La posible contracción del producto en el primer trimestre del año sería consecuencia, fundamentalmente, de una contribución negativa de la demanda interna al crecimiento**

**De acuerdo con los indicadores disponibles, el consumo de los hogares habría retrocedido a comienzos de 2021.** En esta dirección apuntan, por ejemplo, las matriculaciones de automóviles particulares, las pernoctaciones hoteleras de residentes, el índice de comercio al por menor y diversos indicadores de confianza de los consumidores (véanse gráficos 10.1 y 10.2). Asimismo, las nuevas operaciones crediticias destinadas a consumo han intensificado su retroceso interanual en los últimos meses y el saldo de préstamos destinados a este fin se ha contraído (véanse gráficos 11.1 y 11.2).

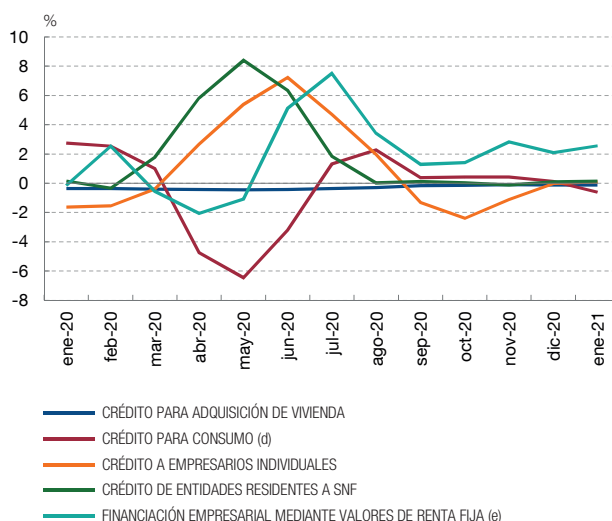
## RETROCESO DE LAS NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO PARA CONSUMO Y DE LAS DESTINADAS A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS, Y RECUPERACIÓN DEL CRÉDITO A LA VIVIENDA

En los últimos meses se ha acelerado la contracción de las nuevas operaciones de crédito en el segmento de consumo, mientras que las operaciones de financiación destinadas a la adquisición de vivienda han seguido recuperándose. En las actividades productivas, las nuevas operaciones de crédito han continuado contrayéndose. Por su parte, el saldo de crédito destinado al consumo se ha reducido en términos intertrimestrales, mientras que el concedido por las entidades financieras residentes a los hogares para adquisición de vivienda y a las sociedades no financieras muestra tasas de variación prácticamente nulas. La financiación empresarial en los mercados de capitales ha ganado dinamismo recientemente.

1 NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO  
Variación interanual (a)



2 FINANCIACIÓN A HOGARES Y A SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Variación intertrimestral (c)



FUENTE: Banco de España.

- a Flujo acumulado de tres meses.
- b Incluye las nuevas operaciones que son renegociaciones de créditos anteriores.
- c Son tasas de variación desestacionalizadas.
- d No incluye el crédito titulado.
- e Incluye las emisiones realizadas por las filiales residentes de sociedades no financieras.



**La tasa de ahorro de los hogares se mantendría en niveles elevados.** En un contexto en el que el impacto de la pandemia sobre las rentas de las familias ha estado mitigado en cierta medida por las distintas medidas de apoyo desplegadas por las autoridades, las dinámicas más recientes del consumo serían coherentes con que los hogares hayan mantenido una tasa de ahorro relativamente elevada en los últimos meses. El ritmo al que podría liberarse el volumen de ahorro que las familias han acumulado —fundamentalmente, en forma de depósitos bancarios— desde el comienzo de la pandemia, una vez que la situación epidemiológica empiece a normalizarse, será un determinante clave para el comportamiento futuro del consumo y la actividad económica (véase recuadro 4).

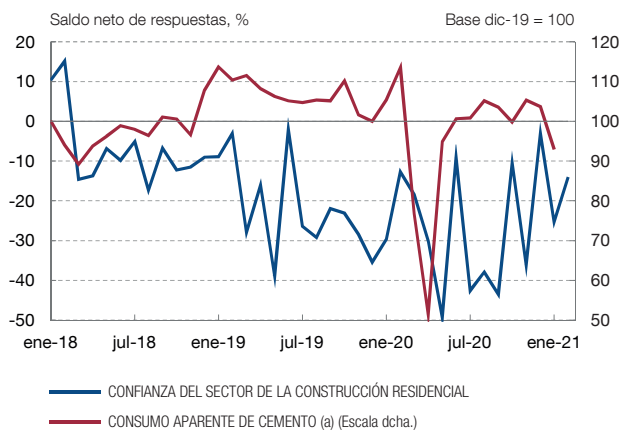
**La inversión en vivienda habría descendido nuevamente en el primer trimestre del año.** En el último trimestre de 2020, la inversión residencial descendió, en un contexto de menores iniciaciones de viviendas con el trasfondo del descenso de la



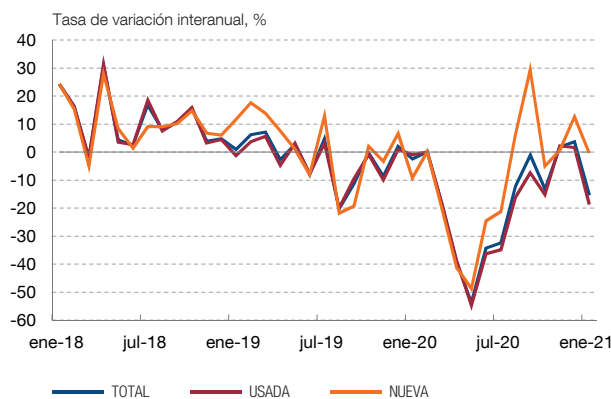
## LA INVERSIÓN EN VIVIENDA VOLVERÍA A DESCENDER EN LOS PRIMEROS MESES DE 2021

Los últimos indicadores disponibles anticipan un nuevo retroceso de la actividad constructora residencial en el primer trimestre del año. En enero, dicha actividad se habría visto afectada, en parte, por la suspensión de las obras debido al temporal de nieve y a los trabajos de limpieza posteriores. Por su parte, las compraventas seguirían mostrando un mayor dinamismo en el segmento de vivienda nueva que en el de segunda mano.

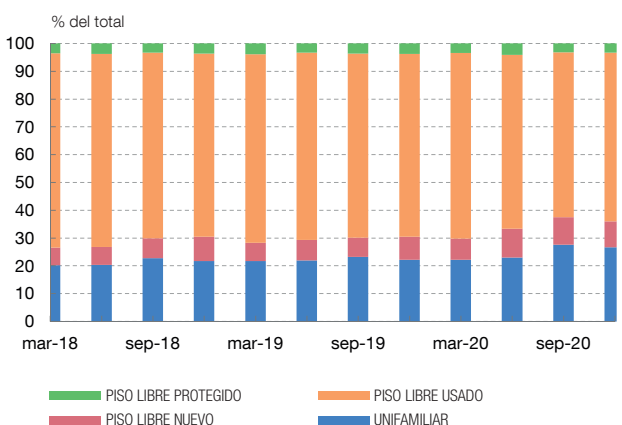
1 INDICADORES CONTEMPORÁNEOS DE LA INVERSIÓN EN VIVIENDA



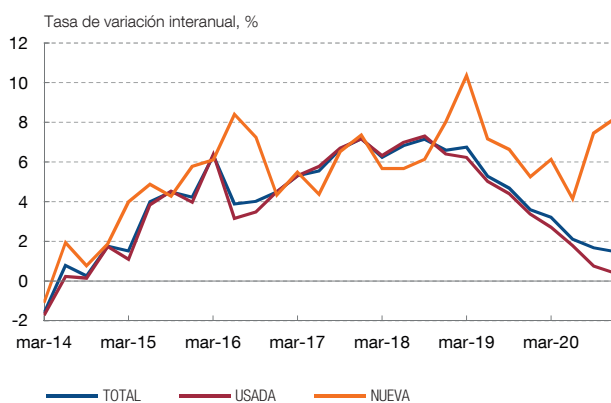
2 COMPRARENTAS REGISTRADAS DE VIVIENDA



3 COMPRARENTAS ESCRITURADAS



4 ÍNDICE DE PRECIOS DE VIVIENDA



**FUENTES:** Banco de España, Centro de Información Estadística del Notariado, Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital.

a Serie desestacionalizada.



confianza de los agentes. A principios de 2021, la actividad constructora residencial se habría visto lastrada, además, transitoriamente por la suspensión de las obras en algunas zonas debido al temporal de nieve, como refleja el descenso en el consumo de algunos insumos en el sector (véase gráfico 12.1). Por el lado de la demanda, las compraventas continuaron mostrando, hasta enero, una mayor fortaleza en el segmento de vivienda nueva, quizá como reflejo de operaciones de compraventa acordadas en el pasado, en la fase previa al inicio de la construcción, y, posiblemente, de cambios en las preferencias de los hogares a raíz de las nuevas necesidades

surgidas tras la pandemia (véanse gráficos 12.2 y 12.3). En este contexto, el saldo de préstamos destinados a la adquisición de vivienda siguió mostrando un ligero retroceso, aunque las moratorias para préstamos, hipotecarios y sin garantía hipotecaria<sup>3</sup>, han seguido contribuyendo a frenar la caída de los saldos vivos de crédito.

**La ralentización del precio de la vivienda prosiguió en el cuarto trimestre de 2020.** En dicho período, el precio de la vivienda redujo su tasa de crecimiento interanual hasta el 1,5 %. Esta desaceleración se debió a la experimentada por el precio medio de la vivienda usada, cuyo ritmo de avance se moderó 0,4 puntos porcentuales (pp), hasta el 0,4 % (véase gráfico 12.4). En contraposición, el precio medio de la vivienda nueva volvió a acelerarse.

**La atonía de la inversión empresarial se habría prolongado en los primeros meses de 2021, afectada por la persistencia de una elevada incertidumbre.** En esta dirección apuntan, por ejemplo, el PMI de actividad —que se mantuvo en terreno contractivo en enero y febrero—, los indicadores de confianza de la industria y los servicios de la Comisión Europea —que continuaron en registros reducidos— y el indicador de clima de la industria productora de bienes de inversión procedente de la Encuesta de Coyuntura Industrial del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo (véase gráfico 13.1). Asimismo, en enero, tanto el índice de producción industrial de bienes de equipo como las matriculaciones de vehículos de carga registraron tasas interanuales negativas e inferiores a las de diciembre (véase gráfico 13.2).

**Durante los últimos meses, las nuevas operaciones de crédito a las empresas y a los empresarios individuales han continuado descendiendo, tras el elevado volumen captado durante la primera ola de la pandemia** (véase gráfico 11.1). De acuerdo con la EPB, el reducido dinamismo del crédito a las empresas estaría ligado no solo al ligero endurecimiento de las condiciones de oferta, sino también a una mayor debilidad de la demanda de préstamos. En este contexto, el saldo de crédito concedido por las entidades financieras residentes a las sociedades no financieras muestra tasas de variación intertrimestrales prácticamente nulas (véase gráfico 11.2). En cambio, la financiación empresarial en los mercados de capitales ha ganado dinamismo recientemente.

**La posición patrimonial agregada del sector corporativo habría seguido deteriorándose durante el cuarto trimestre de 2020, según los datos provisionales.** Como consecuencia del aumento de la deuda y, en mayor medida, de la caída del PIB, la ratio de endeudamiento del sector corporativo sobre el PIB se habría incrementado en algo más de 3 pp con respecto al tercer trimestre, hasta el

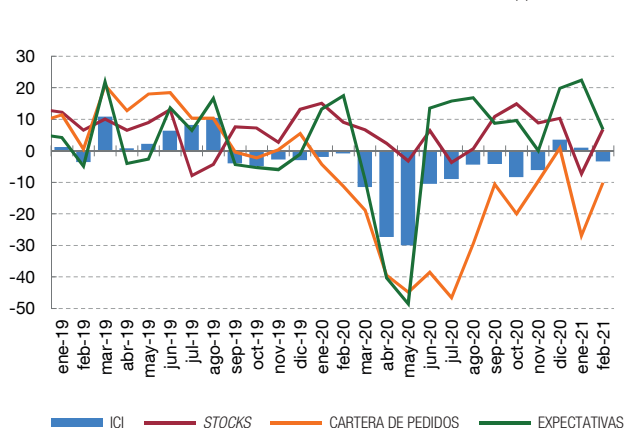
---

3 A finales de febrero, estas moratorias suponían entre el 5 % y el 8,5 % de la deuda viva. El rango responde a que existe un solapamiento entre las moratorias legales y las concedidas por los propios bancos, ya que a un mismo deudor se le pueden conceder ambas moratorias.

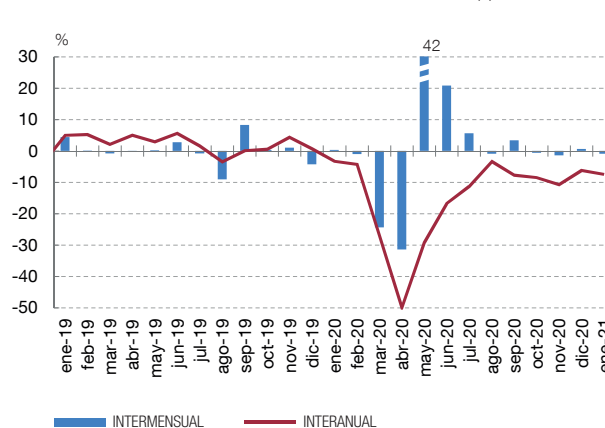
## LA INVERSIÓN EMPRESARIAL MANTENDRÁ SU ATONÍA EN EL PRIMER TRIMESTRE

La inversión en bienes de equipo e intangibles habría retrocedido ligeramente a comienzos de 2021. En este sentido apuntan, por ejemplo, el reciente deterioro del indicador de clima de la industria asociado a la producción de bienes de inversión de la Encuesta de Coyuntura Industrial del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, y la intensificación de la caída interanual del índice de producción industrial de bienes de equipo en enero.

1 INDICADOR DE CLIMA DE LA INDUSTRIA. BIENES DE INVERSIÓN (a)



2 ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. BIENES DE EQUIPO (b)



FUENTES: Ministerio de Industria, Comercio y Turismo e Instituto Nacional de Estadística.

- a El indicador de clima industrial (ICI) se obtiene como la media aritmética de los saldos netos de respuestas obtenidos sobre: 1) la cartera de pedidos en el mes de referencia; 2) el stock de productos terminados en el mes de referencia (cambiado de signo), y 3) las perspectivas de producción a tres meses.
- b Excluye automóviles.



85 %, el nivel más elevado desde 2016. Como resultado, también se habría elevado la ratio de carga financiera del sector, aunque de forma mucho más moderada, debido a los reducidos costes de la deuda viva.

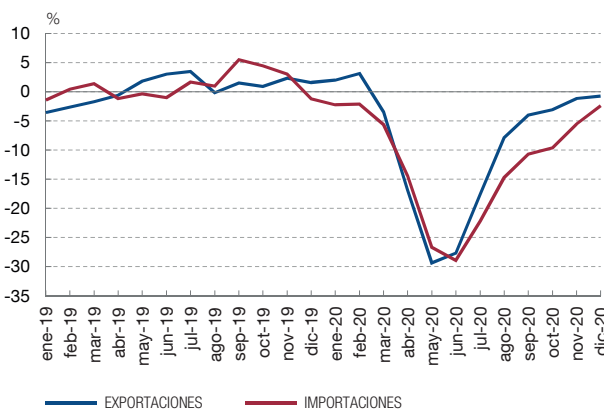
## Se aprecian indicios de mejoría de los intercambios de bienes con el exterior

**La demanda exterior neta podría mostrar una ligera contribución positiva al avance del producto en el primer trimestre.** En el último trimestre de 2020, la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento volvió a ser negativa (−0,5 pp), como resultado del retroceso de las exportaciones —fundamentalmente, de las turísticas— y del moderado avance de las importaciones (véanse gráficos 14.1 y 14.2). No obstante, la información más reciente disponible en cuanto a los nuevos pedidos de exportación y de compras de consumos intermedios del PMI de manufacturas apuntaría a una recuperación de las exportaciones e importaciones de bienes en los primeros meses del año —aunque, en sentido contrario, el efecto negativo del *brexit* podría ser significativo, al menos en el corto plazo—. El resultado neto de ese mayor dinamismo de los flujos comerciales podría ser una contribución ligeramente positiva de las exportaciones netas al crecimiento del PIB en el primer trimestre (véase gráfico 14.3).

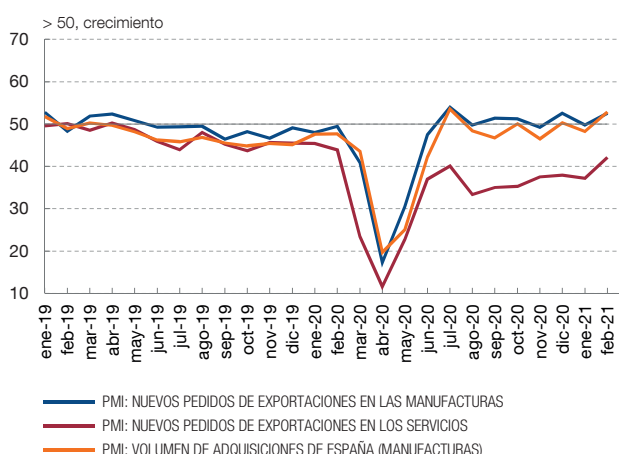
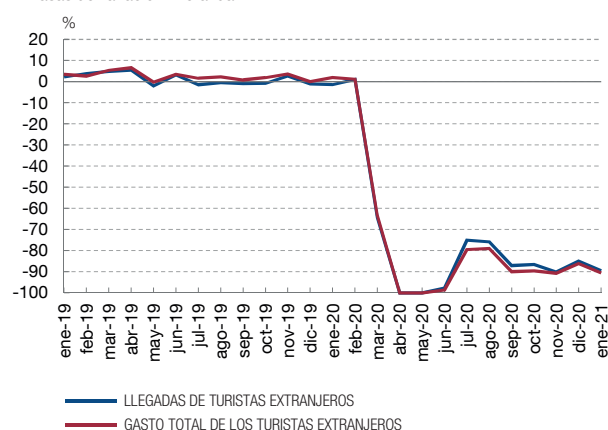
## SE ANTICIPA CIERTA MEJORÍA DE LOS INTERCAMBIOS COMERCIALES CON EL EXTERIOR

Los indicadores de opinión del sector manufacturero adelantan un tono ligeramente expansivo de los intercambios de bienes con el exterior a comienzos de 2021, mientras que los indicadores disponibles de turismo extranjero continúan registrando contracciones interanuales muy severas.

1 EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DE BIENES Y DE SERVICIOS (a)

2 EXPORTACIONES E IMPORTACIONES REALES DE BIENES  
(Datos deflactados de Aduanas)  
Tasas interanuales de la media móvil de tres meses

3 ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS

4 INDICADORES DE TURISMO EXTRANJERO  
Tasas de variación interanual

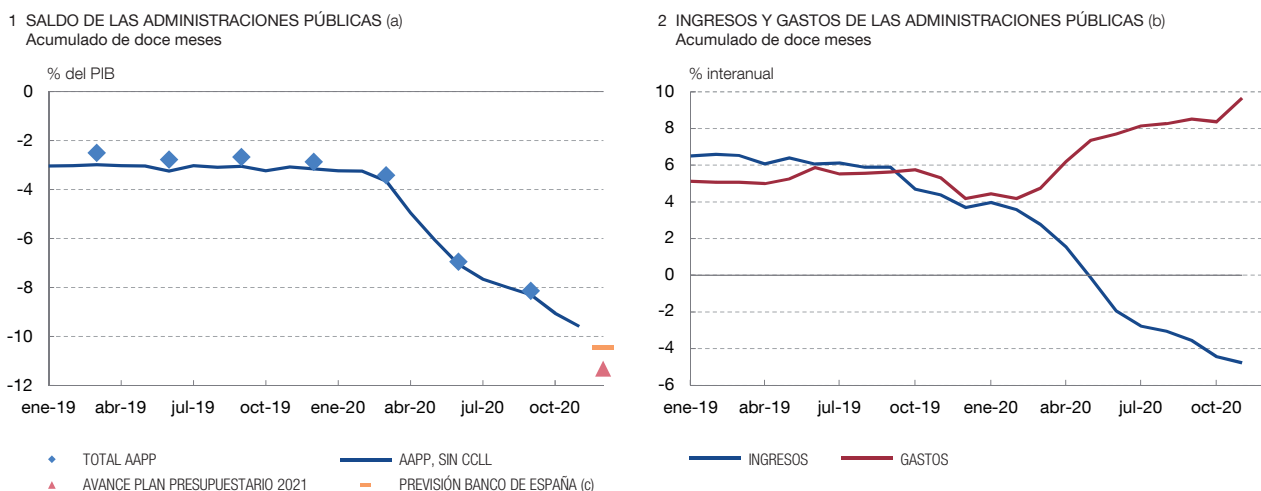
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Departamento de Aduanas, Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, y Markit.

a Datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) a precios constantes. Series ajustadas de estacionalidad.

En cuanto a los servicios, las exportaciones turísticas se vieron afectadas durante la mayor parte del trimestre por las restricciones a la movilidad internacional en nuestros principales mercados emisores y por el deterioro de la situación epidemiológica. Como consecuencia, estas se mantendrían en niveles muy reducidos —con retrocesos de las llegadas y del gasto de turistas extranjeros de en torno al 90 % interanual (véase gráfico 14.4)—. Por su parte, las exportaciones de servicios no turísticos mostrarían, de acuerdo con la evolución reciente de los nuevos pedidos de exportación del PMI de servicios, una mayor atonía en los tres primeros meses del año que las exportaciones de bienes.

**CONTINÚA EL DETERIORO DE LAS CUENTAS PÚBLICAS**

El deterioro de las cuentas públicas ha continuado en los últimos meses, impulsado por los mayores gastos en prestaciones y en consumo público, en gran medida relacionados con la evolución epidemiológica. No obstante, esto sería compatible con un cierre del año en línea con lo previsto por el Banco de España en diciembre.



**FUENTES:** Banco de España, Intervención General de la Administración del Estado y Plan Presupuestario 2021 (octubre de 2020).

- a La IGAE solo proporciona información del conjunto de las AAPP con frecuencia trimestral. Mensualmente, publica datos del total, excluidas las CCLL.  
 b Correspondientes al agregado de AAPP, sin CCLL, y excluyendo las transferencias entre AAPP.  
 c Escenario central de las proyecciones macroeconómicas de la economía española de marzo.



**Los datos más recientes de ejecución presupuestaria de las AAPP sugieren que el cierre de 2020 estaría en línea con lo anticipado en diciembre. En los primeros meses de 2021, se espera que se mantenga el dinamismo del gasto sanitario y del destinado al apoyo de hogares y de empresas frente a la pandemia**

**Las cuentas públicas, que resultaron muy severamente afectadas por la pandemia en el primer semestre de 2020, se deterioraron a un ritmo más moderado en la segunda mitad del año.** No obstante, el ritmo de crecimiento del saldo negativo de las AAPP, en porcentaje del PIB, fue algo mayor en el cuarto trimestre que en el tercero. En noviembre, el déficit excluyendo las CCLL se habría elevado, en términos acumulados de doce meses, hasta el 9,6 % del PIB en noviembre, 6,4 pp por encima del registrado en diciembre de 2019 (véase gráfico 15.1). En particular, el crecimiento del gasto se habría acelerado en la parte final de 2020 como consecuencia de las mayores prestaciones sociales a trabajadores en ERTE y a autónomos en cese de actividad y del incremento del consumo público (véase gráfico 15.2). En cualquier caso, estos datos estarían en línea con el cierre de 2020 previsto en el informe de proyecciones del Banco de España publicado en diciembre. Por su parte, la deuda de las AAPP se habría situado en diciembre en el 117,1 % del PIB, según el avance publicado el pasado mes de febrero, 21,6 pp por encima del nivel registrado doce meses antes.

**El Gobierno ha extendido las medidas de protección al empleo hasta finales de mayo de 2021 y ha aprobado un nuevo conjunto de actuaciones para reforzar la solvencia empresarial.** El pasado 12 de marzo, el Gobierno aprobó un conjunto de medidas extraordinarias de apoyo a la solvencia empresarial que movilizaría 11 mm de euros y que se articula en tres áreas de actuación. En primer lugar, se contemplan ayudas directas de 7 mm de euros a las empresas de los sectores más afectados por las consecuencias de la pandemia. Estas subvenciones están destinadas a que las sociedades cuyos ingresos hayan retrocedido en más de un 30 % con respecto a 2019 puedan cubrir deudas ya contraídas. De estos fondos, 2 mm se destinan a Canarias y Baleares, mientras que el resto se distribuye entre el resto de las CCAA de acuerdo con los mismos criterios que el programa REACT-EU. En segundo lugar, se dota un fondo de 3 mm para que, de acuerdo con las entidades financieras correspondientes, y en el marco de un acuerdo de renegociación de deudas, se puedan ampliar los plazos de vencimiento o aplicar quitas en los préstamos concedidos a empresas con avales del ICO. Asimismo, se extiende hasta el 31 de diciembre de 2021 el plazo para la solicitud de nuevos préstamos de esta naturaleza. En tercer lugar, se crea un fondo de recapitalización de empresas medianas dotado con mil millones de euros y gestionado por COFIDES.

**La inflación ha mostrado una notable volatilidad al principio del año, en gran medida por el comportamiento de los precios energéticos**

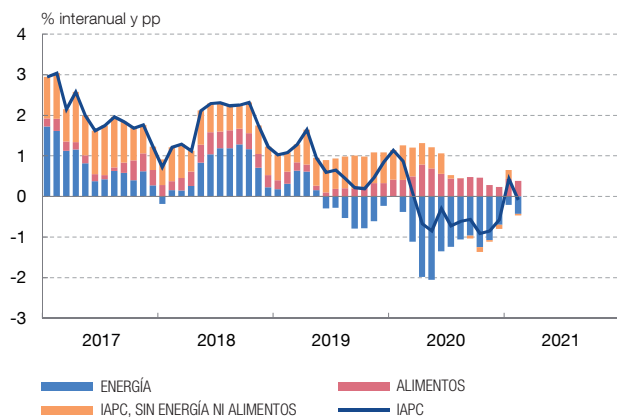
**En enero, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) se elevó abruptamente hasta el 0,4 %, 1 pp más que en diciembre** (véase gráfico 16.1). Este incremento vino explicado fundamentalmente por la aceleración de los precios energéticos, tanto de la electricidad como de los carburantes y combustibles, muy afectados por la trayectoria de los precios del petróleo (véase gráfico 16.2). No obstante, también contribuyeron a esta evolución, aunque en menor medida, los precios de los alimentos y los del componente subyacente (a cuyo comportamiento más expansivo contribuyeron, en particular, las partidas ligadas al turismo). Por su parte, la revisión anual de las ponderaciones en el IAPC, aunque más relevante de lo habitual, al recoger los cambios que se han producido en los patrones de consumo de los hogares como consecuencia de la pandemia, habría tenido un impacto relativamente reducido (inferior a 0,1 pp) sobre el nivel de la inflación general y subyacente en enero.

**En febrero, la tasa de inflación se redujo hasta el -0,1 %, corrigiendo parcialmente el acusado incremento observado en enero.** Esta evolución reflejó, principalmente, la desaceleración del componente energético, que a su vez se debió a los precios de la electricidad, mientras que los derivados del petróleo, por el contrario, siguieron encareciéndose. Los menores incrementos de precios en las partidas de hostelería y turismo llevaron también a una reducción del ritmo de variación del componente subyacente. En el área del euro, la aceleración de la

## VOLATILIDAD DE LA INFLACIÓN Y MODERACIÓN DE LOS INCREMENTOS SALARIALES

La inflación general ha mostrado una notable volatilidad en los primeros meses de 2021. El repunte observado en el indicador general refleja la aceleración de los precios energéticos, el mayor avance de los correspondientes a los alimentos (aunque sigue siendo modesto) y el ligero aumento de la inflación subyacente. Por su parte, las tarifas salariales registran incrementos inferiores a los del pasado año.

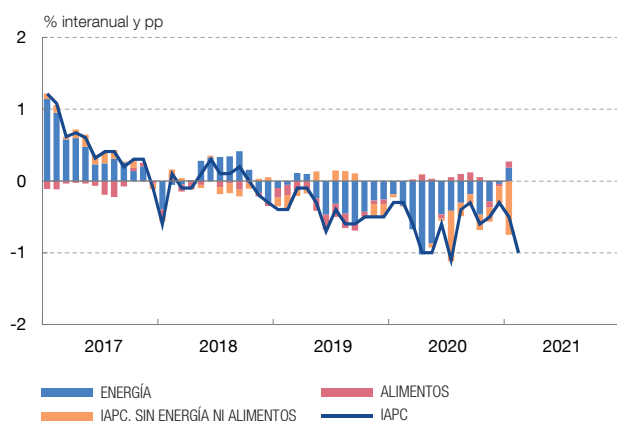
1 INFLACIÓN EN ESPAÑA: EVOLUCIÓN Y CONTRIBUCIONES



2 PRECIO DEL PETRÓLEO SPOT Y MERCADO DE FUTUROS



3 CONTRIBUCIONES AL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN ENTRE ESPAÑA Y LA UEM



4 PRESIONES INFLACIONISTAS



**FUENTES:** Instituto Nacional de Estadística, Eurostat, Agencia Reuters, Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social, y Banco de España.

a Datos acumulados en la parte transcurrida del año.



inflación en el conjunto de los dos primeros meses del año ha sido mayor que en España, lo que ha llevado a una ampliación del diferencial negativo (véase gráfico 16.3).

**En próximos meses se espera un aumento en la tasa de inflación hasta valores superiores al 1 %.** Este incremento previsto reflejaría una mayor contribución de los precios energéticos, hasta hacerse positiva. Ello sería el resultado del aumento reciente de los precios de las materias primas y también de la corrección del efecto



base derivado del descenso que estos registraron a principios del pasado año (véase gráfico 16.4). Por otra parte, el previsible aumento de la inflación en los próximos meses respondería también a un cierto repunte en la inflación subyacente. Este se debería sobre todo a los precios relacionados con el turismo, cuya tasa aumentaría tanto debido a la corrección parcial del efecto base derivado del descenso en los meses centrales del pasado año como a la perspectiva de cierta recuperación esperada del sector turístico en los meses estivales, ligada a la mejoría proyectada en la situación epidemiológica.

Fecha de cierre de datos: 16.3.2021.

Fecha de publicación: 23.3.2021.



Relación cronológica de los Artículos Analíticos publicados a lo largo del primer trimestre.

### EL ACUERDO DE COMERCIO Y COOPERACIÓN (ACC) ENTRE EL REINO UNIDO Y LA UNIÓN EUROPEA

Alejandro Buesa, Iván Kataryniuk, Pilar L'Hotellerie-Fallois y Susana Moreno

Publicado el 22 de marzo de 2021

La Unión Europea y el Reino Unido firmaron el 30 de diciembre de 2020 el Acuerdo de Comercio y Cooperación (ACC), que fija los términos en los que se basarán las relaciones económicas entre ambas áreas. En este artículo se describen los puntos fundamentales del Acuerdo, tanto en el ámbito comercial como en el financiero, así como el marco de gobernanza que regulará su cumplimiento. Además, se analiza cómo afectará el ACC al PIB en ambas áreas, y qué medidas de adaptación se están tomando para compensar los posibles efectos negativos.

### IMPACTO DE LA RESTRICCIÓN EN EL REPARTO DE DIVIDENDOS SOBRE EL FLUJO DE CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS EN ESPAÑA

David Martínez-Miera y Raquel Vegas

Publicado el 15 de marzo de 2021

En este artículo se analiza el impacto de la Recomendación BCE/2020/19, que instaba a las entidades de crédito a limitar el reparto de dividendos y las primas de recompra de acciones para remunerar a sus accionistas, sobre el crédito concedido entre enero y septiembre de 2020 por los bancos españoles. En concreto, se utiliza una muestra de entidades bancarias españolas y el hecho de que tan solo algunas de ellas pudieron repartir dividendos durante los primeros meses de la pandemia, por haber sido ya aprobados en firme antes de la recomendación. Esta situación se aprovecha como experimento cuasinatural para analizar el impacto de la restricción de dividendos sobre la concesión de crédito. Se observa que durante el período analizado aquellas entidades que limitaron el reparto de dividendos concedieron significativamente más crédito a las sociedades no financieras después de la entrada en vigor de dicha recomendación (entre un 12 % y un 23 % más) que aquellas que no lo hicieron. Por otro lado, las empresas que han recibido préstamos con garantías públicas (como, por ejemplo, los préstamos que participan de las líneas de avales del Instituto de Crédito Oficial establecidas como respuesta a la pandemia de COVID-19) han obtenido más crédito

de los bancos que no repartieron dividendos que de los que sí lo hicieron, lo que sugiere una posible complementariedad entre ambas medidas.

## EL COSTE DE LA ELECTRICIDAD PARA LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

María de los Llanos Matea Rosa, Félix Martínez Casares y Samuel Vázquez Martínez

Publicado el 9 de marzo de 2021

En este artículo se analiza el coste de la electricidad para las empresas españolas. Dicho coste se compara con el resto de los gastos en bienes y servicios de nuestras industrias y con su cifra de negocios, distinguiendo por tamaño empresarial y por sector de actividad. En general, la ratio de gasto en electricidad sobre gastos en bienes y servicios aumenta a medida que disminuye el tamaño de las empresas del sector industrial, a la vez que la ratio de gasto en electricidad sobre cifra de negocios es mucho más elevada en el caso de las microempresas que en el resto de las empresas. Por sectores, el de fabricación de cemento, cal y yeso es el que registra unas ratios más elevadas, seguido de varias industrias extractivas y de algunas industrias metalúrgicas de producción de bienes intermedios y del grupo de energía, agua y residuos. Respecto al precio de la electricidad, se examina, en particular, la relevancia del componente de costes regulados que se abonan a través de las denominadas «tarifas de acceso» para los consumidores medianos y grandes de la economía por sector de actividad. Se observa que los precios medios más elevados corresponden a los tramos de consumo más bajos, debido al diseño de las tarifas de acceso. El precio medio de la tarifa de acceso por niveles de tensión ha permanecido estable desde la última revisión tarifaria, realizada en 2014, lo que ha supuesto una reducción del precio de la tarifa de acceso en términos reales en el período 2014-2019.

## DIFERENCIAS DE GÉNERO EN COMPETENCIAS FINANCIERAS

Laura Hospido, Sara Izquierdo y Margarita Machelett

Publicado el 1 de marzo de 2021

La Encuesta de Competencias Financieras muestra que los hombres responden mejor que las mujeres a preguntas sobre conocimientos financieros. En este artículo se documenta la magnitud de las diferencias de género en este ámbito, se repasan las hipótesis que, según la literatura académica, podrían explicar la brecha de género y se cuantifica la contribución de cada hipótesis en el caso español. De los resultados se desprende que sigue existiendo una brecha de género notable en conocimientos financieros al considerar las diferencias entre hombres y mujeres en sus características sociodemográficas, habilidades numéricas o de comprensión lectora, y sus actitudes, medidas por el interés por las finanzas, la especialización de las tareas en el hogar y la aversión al riesgo. No obstante, las brechas de género son significativamente menores en las comunidades autónomas con regímenes económicos más igualitarios

en términos de custodia y matrimonio, lo que sugiere que las normas sociales pueden ser importantes para explicar estas disparidades. Por último, el documento aporta una nota de cautela con respecto a la medición de las competencias financieras cuando se utiliza exclusivamente la suma de las respuestas correctas a las preguntas sobre conocimientos financieros. El uso de medidas alternativas de competencias financieras matiza el tamaño de la brecha habitualmente observada.

## **EL IMPACTO ECONÓMICO DEL COVID-19 EN LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS SEGÚN LA ENCUESTA DEL BANCO DE ESPAÑA SOBRE LA ACTIVIDAD EMPRESARIAL (EBAE)**

Alejandro Fernández Cerezo, Beatriz González, Mario Izquierdo y Enrique Moral-Benito  
Publicado el 25 de febrero de 2021

La crisis sanitaria del COVID-19 tuvo un impacto muy desigual en 2020 por sectores y regiones. Sin embargo, existe poca evidencia hasta la fecha sobre el impacto heterogéneo de la crisis sobre las diferentes empresas dentro de cada sector y región. Este artículo ofrece una primera descripción de las características que han determinado la intensidad con la que las empresas se han visto afectadas por la pandemia. Para ello, hace uso de las respuestas recibidas —algo más de 4.000— a la primera edición de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE), lanzada en noviembre de 2020. Los resultados muestran que la facturación y el empleo descendieron más en las empresas de menor tamaño. Además, se observa que la crisis ha tenido efectos más negativos sobre las empresas más jóvenes, las menos productivas y las localizadas en zonas urbanas, dentro de cada sector y región. En el caso del empleo, una mayor ratio de temporalidad se encuentra asociada a mayores descensos de la ocupación.

## **LA EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD EN LAS PROVINCIAS ESPAÑOLAS A LO LARGO DE 2020 Y SUS DETERMINANTES**

Alejandro Fernández Cerezo  
Publicado el 10 de febrero de 2021

Este artículo presenta una estimación de la evolución provincial del PIB a lo largo de 2020. El impacto de la pandemia sobre la actividad ha sido muy heterogéneo por provincias, siendo las insulares y las del arco mediterráneo las más afectadas. Por otro lado, se exploran los factores que hay detrás de dicha heterogeneidad. Un mayor peso del turismo, sobre todo extranjero, en la actividad provincial, una mayor proporción de empleo temporal, así como un menor peso del sector público y niveles más bajos de movilidad ciudadana, estuvieron asociados con mayores caídas de la actividad. Sin embargo, una vez controlados estos efectos de la movilidad y la estructura económica, el exceso de mortalidad derivado de la pandemia no parece

ser una variable significativa a la hora de explicar diferencias en la evolución del PIB provincial en 2020.

## **EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA FINANCIACIÓN Y DEL CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO**

Pana Alves, Fabián Arrizabalaga, Javier Delgado, Jorge Galán, Eduardo Pérez Asenjo, Carlos Pérez Montes y Carlos Trucharte

Publicado el 29 de enero de 2021

Las condiciones de financiación para las familias y las empresas se han mantenido holgadas durante la segunda mitad de 2020, favorecidas por las medidas de apoyo por parte de las autoridades económicas y monetarias para hacer frente a las consecuencias de la pandemia de COVID-19. No obstante, se aprecian signos de un cierto endurecimiento en los criterios de concesión de préstamos, vinculados con la mayor preocupación de las entidades financieras por los riesgos. La recuperación de la actividad económica a partir del verano ha favorecido un mayor dinamismo del flujo de crédito a las personas físicas, mientras que, tras los elevados volúmenes de financiación captados por las actividades productivas durante la primavera, el nuevo crédito a este sector se ha reducido notablemente. El fuerte impacto negativo sobre la actividad económica de la pandemia de COVID-19 no se ha reflejado hasta el tercer trimestre de 2020 de forma significativa en la calidad de la cartera de crédito al sector privado de las entidades de depósito. Si bien el descenso del crédito dudoso observado en los años previos se ha desacelerado en 2020 de forma generalizada entre carteras, y se observan repuntes en carteras específicas como las vinculadas al crédito para consumo, el volumen total de este ha continuado descendiendo en términos interanuales. El volumen de avales públicos al crédito para actividades productivas ha moderado su crecimiento en la segunda mitad del año, y se ha observado también una estabilización del volumen de crédito sujeto a moratorias vigentes, que se concentra mayoritariamente en los programas de las asociaciones de entidades de crédito.

## **ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN ESPAÑA: ENERO DE 2021**

Álvaro Menéndez Pujadas y Maristela Mulino

Publicado el 19 de enero de 2021

De acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, durante el cuarto trimestre de 2020 se produjo, tanto en España como en la Unión Económica y Monetaria (UEM), una ligera contracción de la oferta crediticia, que estaría vinculada con un aumento de los riesgos percibidos por las entidades financieras, en un contexto

de deterioro de las perspectivas económicas, lo que se habría reflejado también en un descenso de la demanda de préstamos. Tendencias que se habrían registrado en la mayoría de los segmentos analizados. En esta misma línea, según las entidades encuestadas, la ratio de morosidad habría contribuido, en ambas áreas, a un cierto endurecimiento de los criterios de concesión de los préstamos en los segmentos de financiación a las empresas y a los hogares para consumo y otros fines. Por último, durante el primer semestre de 2020, en las dos áreas se habrían relajado sensiblemente tanto los criterios de concesión como las condiciones aplicadas a los préstamos con avales públicos, en tanto que se habría observado una contracción de la oferta de préstamos sin avales en este mismo período. Además, las peticiones de los préstamos con avales habrían experimentado un fuerte incremento entre enero y junio, tanto en España como en la UEM, debido al aumento de las necesidades de liquidez de las empresas en estos meses y a la voluntad de acumular activos líquidos por motivos precautorios, mientras que la demanda de préstamos sin aval habría descendido significativamente.

## **LA RENTA Y EL AHORRO DE LOS HOGARES EN LA ZONA DEL EURO DURANTE LA PRIMERA OLA DE LA PANDEMIA**

Ana del Río y José Antonio Cuenca

Publicado el 21 de diciembre de 2020

Este artículo evalúa el impacto inmediato que tuvo la primera ola de la pandemia sobre la renta, el consumo y el ahorro de los hogares en la zona del euro, tanto a escala agregada como para las principales economías del área. A partir de las cuentas de los sectores institucionales, con información hasta el segundo trimestre, se observa una caída contenida de la renta de los hogares, a pesar del deterioro del mercado de trabajo, gracias a la rapidez y el gran alcance de las medidas de política económica aprobadas. Sin embargo, el desplome del consumo durante el período de confinamiento hizo que el ahorro repuntara de manera extraordinaria. La irrupción de la segunda ola y la incertidumbre sobre el alcance del impacto económico contribuirán a que, durante un tiempo adicional, el ahorro se mantenga relativamente elevado y que la bolsa de ahorro privado acumulada no aflore en su totalidad en forma de un mayor gasto.





Relación cronológica de las Notas Económicas publicadas a lo largo del primer trimestre.

### SITUACIÓN MACROFINANCIERA DE TURQUÍA

Juan Carlos Berganza, Paula Sánchez Pastor y Begoña Lara

Publicada el 8 de marzo de 2021

El efecto de la pandemia y de la recesión mundial sobre la economía turca se vio mitigado, al igual que en otras economías, por el apoyo fiscal, financiero y monetario adoptado por las autoridades del país. De hecho, Turquía fue una de las escasas economías de tamaño relevante en registrar un crecimiento del PIB positivo en el conjunto de 2020. No obstante, este apoyo de las políticas también exacerbó los desequilibrios macroeconómicos preexistentes. Por una parte, el fuerte aumento del crédito es uno de los factores explicativos del crecimiento de la demanda interna. Por otra, se observó un notable debilitamiento de la lira, que condujo a un repunte de la ya de por sí elevada tasa de inflación. No obstante, hacia finales de año el Banco Central de Turquía dio un giro hacia una política monetaria más ortodoxa, que ha ayudado a recuperar, al menos parcialmente, la confianza de los inversores. Por su parte, el sector bancario se ha mantenido saneado, aunque la calidad global de los activos se ha deteriorado, al haberse incrementado su riesgo.

### LA EVOLUCIÓN DEL EMPLEO Y DEL PARO EN EL CUARTO TRIMESTRE DE 2020, SEGÚN LA ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA

Isabel Soler y Mario Izquierdo

Publicada el 28 de enero de 2021

La Encuesta de Población Activa (EPA) mostró una continuación del proceso de progresiva recuperación del empleo en el cuarto trimestre del año, aunque a un ritmo más moderado que en el tercer trimestre. El repunte del segundo semestre supone una recuperación parcial de las pérdidas ocurridas en la primera mitad del año, de forma que la caída interanual de la ocupación se situó en el -3,1 % en el último trimestre. Los trabajadores acogidos a expedientes de regulación temporal de empleo han disminuido hasta los 816.000 en el cuarto trimestre, algo por debajo de las cifras del tercer trimestre (887.000). En términos del número total de horas efectivas trabajadas, la recuperación del empleo en el cuarto trimestre ha supuesto que estas se situaran un 6,1 % por debajo de las de hace un año, mejorando en

1,1 puntos porcentuales (pp) desde el tercer trimestre. En el conjunto del año, el empleo retrocedió un 2,9 %, tras el aumento del 2,3 % de 2019, mientras que las horas trabajadas descendieron un 11,1 %.

La población activa continuó el proceso de progresiva normalización, con un descenso interanual del -0,4 %, 0,4 pp mejor que en el trimestre anterior. La tasa de paro se situó en el 16,1 % (16,3 % en el tercer trimestre), 2,3 pp por encima del nivel de un año antes. En el conjunto del año, la tasa de paro se posicionó en el 15,5 %, 1,4 pp por encima de la de 2019.

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.). La lista completa de las publicaciones del Banco de España se encuentra en su sitio web, en <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/Relacionados/Fic/Catalogopublicaciones.pdf>.

La relación de los artículos publicados en el Boletín Económico desde 1979 puede consultarse en [http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/Fic/indice\\_general.pdf](http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/Fic/indice_general.pdf).

La mayor parte de estos documentos está disponible en formato pdf y se puede descargar gratuitamente en el sitio web del Banco de España, en <http://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/>. El resto puede solicitarse a [publicaciones@bde.es](mailto:publicaciones@bde.es).

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2021  
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)

## SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Públicas	IFM	Instituciones Financieras Monetarias
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	IGAE	Intervención General de la Administración del Estado
ANFAC	Asociación Nacional de Fabricantes de Automóviles y Camiones	IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
BCE	Banco Central Europeo	INE	Instituto Nacional de Estadística
BCN	Bancos Centrales Nacionales	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BE	Banco de España	IPC	Índice de Precios de Consumo
BOE	Boletín Oficial del Estado	IPI	Índice de Producción Industrial
BPI	Banco de Pagos Internacionales	IPRI	Índice de Precios Industriales
CBE	Circular del Banco de España	IPSEBENE	Índice de Precios de Servicios y de Bienes Elaborados No Energéticos
CCAA	Comunidades Autónomas	ISFLSH	Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
CCLL	Corporaciones Locales	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CE	Comisión Europea	NEDD	Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	OBS	Obra Benéfico-Social
CEM	Confederación Española de Mutualidades	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española	OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OM	Orden Ministerial
CNE	Contabilidad Nacional de España	OOAA	Organismos Autónomos
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
DEG	Derechos Especiales de Giro	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	OSR	Otros Sectores Residentes
DGT	Dirección General de Tráfico	PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
DGTPE	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
EC	Entidades de crédito	PIB	Producto Interior Bruto
EFC	Establecimientos financieros de crédito	PIBpm	Producto Interior Bruto a precios de mercado
Eonia	Índice medio del tipo de interés del euro a un día ( <i>Euro Overnight Index Average</i> )	PNB	Producto Nacional Bruto
EPA	Encuesta de Población Activa	RD	Real Decreto
Euribor	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros ( <i>Euro Interbank Offered Rate</i> )	RM	Resto del Mundo
Eurostat	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas	Sareb	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria
FAAF	Fondo para la Adquisición de Activos Financieros	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
FEADER	Fondo Europeo Agrícola de Desarrollo Rural	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
FEAGA	Fondo Europeo Agrícola de Garantía	SEPE	Servicio Público de Empleo Estatal
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	SME	Sistema Monetario Europeo
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	TAE	Tasa Anual Equivalente
FEP	Fondo Europeo de Pesca	TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
FFPP	Fondos de Pensiones	UE	Unión Europea
FGD	Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito	UE-15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	UE-25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria	UE-27	Países componentes de la Unión Europea desde 1.1.2007
FMI	Fondo Monetario Internacional	UE-28	Países componentes de la Unión Europea desde 1.7.2013
FMM	Fondos del Mercado Monetario	UEM	Unión Económica y Monetaria
FSE	Fondo Social Europeo	VNA	Variación Neta de Activos
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo	VNP	Variación Neta de Pasivos
ICO	Instituto de Crédito Oficial		

### SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

De acuerdo con la práctica de la UE, los países están ordenados según el orden alfabético de los idiomas nacionales.

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (leva búlgara)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EUR (euro)
IE	Irlanda	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
HR	Croacia	HRK (kuna croata)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	EUR (euro)
LV	Letonia	EUR (euro)
LT	Lituania	EUR (euro)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forinto húngaro)
MT	Malta	EUR (euro)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (esloti polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
RO	Rumanía	RON (nuevo leu rumano)
SI	Eslovenia	EUR (euro)
SK	Eslovaquia	EUR (euro)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	Estados Unidos	USD (dólar estadounidense)

### ABREVIATURAS Y SIGNOS

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
m€/me	Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
pb	Puntos básicos.
pp	Puntos porcentuales.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
T <sub>j</sub> <sup>i</sup>	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
m <sub>j</sub>	Tasa de crecimiento básico de período j.
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos periodos.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese período y el siguiente.
...	Dato no disponible.
—	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
0,0	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.