

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2023)

Este recuadro describe los rasgos más destacados de la última actualización de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España para la economía española. Con respecto a las proyecciones anteriores, publicadas el pasado 14 de junio¹, las actuales incorporan la nueva información conocida desde entonces, lo que incluye las estimaciones preliminares de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) para el segundo trimestre de 2021, así como también los cambios observados en los supuestos técnicos que subyacen a la evolución de las distintas variables (véase cuadro A.1)².

Los avances registrados en el transcurso del año en el proceso de vacunación de la población frente al Covid-19 han ayudado a mitigar la propagación de los contagios y, sobre todo, a reducir la gravedad de la enfermedad y, por tanto, las cifras de hospitalizaciones y fallecimientos. Ello ha permitido una flexibilización gradual de las medidas de contención de la pandemia. Como consecuencia de estos desarrollos, la actividad económica ha cobrado un mayor dinamismo desde el comienzo de la primavera pasada.

Ello se tradujo en un avance del PIB del 2,8% en tasa intertrimestral en el segundo trimestre del año, tras el retroceso del 0,4% en el primero. Este dinamismo de la actividad, que, en línea con lo observado en el conjunto del área del euro, fue notablemente más pronunciado de lo que se anticipaba en el escenario central de las proyecciones de junio, permitió que la brecha del producto con respecto al nivel previo a la pandemia se estrechara hasta 6,8 puntos porcentuales (pp), todavía por encima de la que persiste en el conjunto de la Unión Económica y Monetaria, de 2,5 pp.

El crecimiento del PIB en el segundo trimestre se sustentó sobre la fortaleza de la demanda interna y, particularmente, del consumo privado, que habría registrado un incremento intertrimestral muy elevado, del 6,5%, muy superior al 2,9% considerado en las proyecciones de junio. Dentro de este último agregado, habría sido especialmente pronunciado el aumento del gasto en aquellos servicios que, por requerir un contacto social más estrecho, han visto favorecido su

consumo por la suavización de las medidas de contención de la pandemia, proceso en el que supuso un hito la finalización, en el mes de mayo, del estado de alarma.

En el tercer trimestre del año, la actividad económica habría mantenido, de acuerdo con los indicadores disponibles, un elevado grado de dinamismo. Ello habría sido posible en un contexto en el que la continuación del proceso de relajación de las restricciones apenas se vio alterada por el repunte de la incidencia de la pandemia observado hasta finales de julio, dado que, como se ha apuntado, sus consecuencias sanitarias presentaron una menor gravedad que en olas anteriores de la enfermedad gracias a los avances en la vacunación.

Las piezas de información que sustentan la valoración de que el crecimiento de la actividad económica volvió a ser elevado en el tercer trimestre incluyen de forma señalada los datos relativos a la evolución de la afiliación efectiva [esto es, la afiliación a la Seguridad Social una vez descontados los trabajadores en expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE)]. Además, los resultados de la edición más reciente de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Económica muestran que las empresas aprecian una mejora de su facturación en el tercer trimestre de magnitud similar a la que habían percibido hace tres meses para el segundo³.

Al igual que en la primavera, el avance del producto habría seguido siendo comparativamente más marcado en las actividades de servicios en las que su nivel se encuentra todavía más alejado del previo a la pandemia. Destaca, en particular, la mejoría observada en las ramas ligadas al turismo, impulsada fundamentalmente por la demanda realizada por residentes, que en julio alcanzó cotas superiores a las de 2019. En cambio, el contexto actual sigue siendo menos propicio para el turismo no residente, dado que todavía están vigentes algunas restricciones a los movimientos internacionales de personas, aunque sean cada vez menos estrictas. Estas limitaciones no han impedido que prosiguiera la recuperación paulatina del turismo extranjero, pero este se mantiene aún muy por debajo de los niveles previos a la crisis sanitaria. En

1 Véase el recuadro 1, "Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2021-2023): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de junio de 2021", «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 2/2021, Banco de España.

2 Por el contrario, no ha podido ser incorporada la revisión de las series de la Contabilidad Nacional Anual de años anteriores, dada a conocer por el Instituto Nacional de Estadística (INE) el 16 de septiembre, puesto que no ha venido acompañada de la publicación de las series trimestrales coherentes con las anuales, en un contexto en el que la elaboración de las proyecciones del Banco de España descansa sobre la utilización de series de frecuencia trimestral.

3 M. Izquierdo (2021), «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: septiembre de 2021», Notas Económicas, *Boletín Económico*, 3/2021, Banco de España.

concreto, el gasto de los viajeros procedentes del resto del mundo fue, en el mes de julio, inferior a la mitad del observado en el mismo mes de 2019⁴.

Frente a estos desarrollos en el sector servicios, la evolución reciente ha sido algo menos favorable en algunas ramas industriales, cuya actividad se ha visto afectada por la escasez de ciertos bienes utilizados en el proceso productivo, como los semiconductores y los plásticos. Estas dificultades en los suministros han comenzado a obstaculizar la producción en algunas ramas clave de la industria española (en particular, en la del automóvil)⁵.

El análisis del conjunto de información disponible sugiere que el repunte del PIB en el tercer trimestre del año podría presentar una magnitud similar a la observada en el segundo. En concreto, se estima que el crecimiento del PIB podría haber ascendido a un 2,7% en tasa intertrimestral. La incertidumbre en torno a esta estimación es, no obstante, muy elevada, puesto que la información cuantitativa referida a los meses de verano es todavía relativamente escasa. Además, existen dudas acerca de la magnitud de la contribución al crecimiento económico que podrían haber realizado los proyectos vinculados al programa *Next Generation EU* (NGEU), dadas las limitaciones de la información disponible al respecto.

Más allá del trimestre actual, las proyecciones descansan sobre el supuesto de que proseguirá el proceso de mejora de la situación epidemiológica a escala nacional y global. En particular, se asume que se producirá un aumento continuado de la proporción de población inmunizada, sin que surjan nuevos contratiempos significativos relacionados con la aparición de mutaciones del virus con mayor capacidad infecciosa o con mayor resistencia a las vacunas.

Bajo estas condiciones, se anticipa una progresiva normalización adicional de la actividad, que se verá, además, impulsada por otros factores, entre los que cabe destacar el comportamiento expansivo de las importaciones del conjunto de las economías desarrolladas, con las cuales España mantiene una estrecha relación comercial, y el respaldo a la actividad económica que continuarán brindando las políticas de demanda, lo que tenderá a limitar las secuelas que la crisis pueda dejar sobre el tejido productivo (en términos de destrucción de empresas y de aumento del desempleo estructural). En particular, la

política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) seguirá proporcionando un importante soporte al gasto de los agentes privados, a través del mantenimiento de condiciones financieras favorables. Por su parte, el despliegue de los proyectos asociados al programa europeo NGEU apoyará la recuperación de la actividad y tenderá a impulsar el producto potencial de la economía.

Todo ello se traduciría en una expansión continuada del PIB, que, en términos de las tasas de crecimiento intertrimestral, sería especialmente pronunciada hasta mediados de 2022, pues es este el período en el que se espera que los aumentos del gasto asociado al NGEU tengan una mayor magnitud.

Por componentes de demanda, el avance del PIB se sustentará, sobre todo inicialmente, sobre el gasto interno de los agentes residentes. El consumo privado seguirá constituyendo un motor fundamental del crecimiento en los próximos trimestres, aunque la progresiva culminación de la convergencia hacia niveles acordes con sus determinantes a largo plazo hará que los avances se moderen con respecto a los elevados incrementos que, de forma inesperada, se observaron recientemente. Esta evolución será compatible con una disminución gradual de la tasa de ahorro de los hogares, tras haber alcanzado registros muy elevados a lo largo de 2020 y comienzos de este año. No obstante, esta variable todavía se mantendrá en 2023 algo por encima del nivel previo a la pandemia. Asimismo, se prevé un repunte notable de la inversión productiva privada, en un contexto de recuperación de la demanda y de mantenimiento de condiciones de financiación favorables, y en el que los proyectos asociados al programa NGEU supondrán un importante estímulo para este agregado. Por su parte, la demanda exterior neta presentará, más allá del corto plazo, una contribución positiva al crecimiento del producto, que, en gran parte, vendría asociada a la progresiva normalización de los flujos turísticos con el exterior.

De acuerdo con las estimaciones realizadas, se espera que el crecimiento del PIB alcance el 6,3% en el conjunto de 2021 (véanse gráfico 1 y cuadro 1). El pronunciado dinamismo que la economía viene presentando desde el segundo trimestre de este año dará lugar a un efecto de arrastre significativo sobre la tasa media de variación del PIB en 2022⁶. En consecuencia, esta será también muy

4 Véase el recuadro 6 de este Informe, «Evolución reciente del turismo extranjero en España».

5 Véase el recuadro 3 de este Informe, «Los cuellos de botella del sector manufacturero de la zona del euro».

6 Véase J. González Mínguez y C. Martínez Carrascal (2019), «La relación entre las tasas de variación medias anuales y las intertrimestrales del PIB: implicaciones para las proyecciones y el análisis macroeconómico», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 3/2019, Banco de España.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2023) (cont.)

elevada, del 5,9%, a pesar de la significativa moderación de las tasas de avance de la actividad en el transcurso del próximo ejercicio. Finalmente, en 2023 el PIB crecería un 2%. Como resultado de todos estos desarrollos, el producto de la economía recuperaría el nivel previo a la crisis sanitaria a mediados de 2022 y lo superaría en 2,5 pp al final del horizonte de proyección (véase gráfico 2).

Estas proyecciones comportan una ligera revisión al alza del crecimiento del PIB, de 0,1 pp, 0,1 pp y 0,2 pp en cada uno de los tres años del horizonte de proyección. En la comparación de estas proyecciones con las presentadas en

el escenario central de junio confluyen numerosos factores de distinto signo relacionados con los nuevos datos conocidos referidos al pasado, con la revisión de las perspectivas referidas al corto plazo y con los cambios en los supuestos sobre los que se condicionan las proyecciones.

La publicación de la CNTR del segundo trimestre del año implica, en comparación con el escenario central de junio, que el punto de partida del nivel de actividad sobre el que se anclan las actuales previsiones es más favorable, desde el punto de vista de las tasas medias anuales de crecimiento, en 2021 y 2022⁷. Por el contrario, las

Gráfico 1
PIB REAL. TASAS DE VARIACIÓN

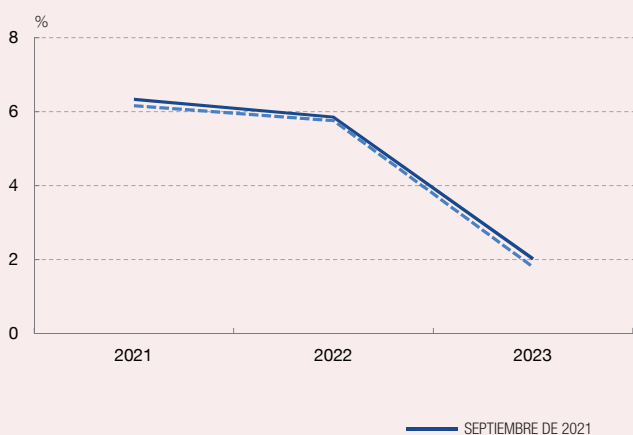


Gráfico 2
PIB REAL. NIVEL (IV TR 2019 = 100)



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

Cuadro 1
PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a)

Tasas de variación anual

	PIB				IAPC				IAPC sin energía ni alimentos				Tasa de paro (% de la población activa) (b)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
Septiembre de 2021	-10,8	6,3	5,9	2,0	-0,3	2,1	1,7	1,3	0,5	0,3	1,0	1,4	15,5	15,1	14,3	13,3
Junio de 2021 (escenario central)	-10,8	6,2	5,8	1,8	-0,3	1,9	1,2	1,2	0,5	0,3	1,0	1,1	15,5	15,6	14,7	13,7

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.
NOTA: Último dato publicado de la CNTR: segundo trimestre de 2021.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 14 de septiembre de 2021.
b Media anual.

7 De acuerdo con los datos de avance publicados por el INE, el repunte intertrimestral del PIB en el segundo trimestre del año fue 0,6 pp superior al proyectado bajo el escenario central de junio.

perspectivas de menor dinamismo a corto plazo en comparación con el escenario central de junio llevarían, en ausencia de otros cambios, a revisar a la baja los crecimientos del PIB proyectados tanto en este año como en el próximo. En efecto, en comparación con las proyecciones de junio, el grado de dinamismo de la actividad que se anticipa ahora para el segundo semestre del año es, por diversos motivos, algo más reducido. En primer lugar, aunque escasa, la información disponible sobre la implementación del NGEU parece apuntar a un cierto retraso en la ejecución del gasto con relación al calendario incorporado en las proyecciones de junio (véase el anejo 1). Además, el fuerte repunte del consumo privado en el segundo trimestre, cuya magnitud excedió significativamente a la proyectada en junio, podría comportar una convergencia más rápida de este agregado a sus niveles anteriores a la pandemia. Adicionalmente, las perspectivas de crecimiento del consumo también se han visto afectadas negativamente por el impacto del actual repunte inflacionista sobre las rentas reales de los hogares. Por último, han aparecido algunas señales de que el reciente agravamiento de las tensiones asociadas a la escasez de ciertos bienes intermedios que viene observándose en el transcurso del año habría empezado a incidir negativamente sobre la producción de algunos sectores industriales clave; es además previsible que estos problemas de abastecimiento tarden en desaparecer todavía algunos meses.

Con respecto a los cambios en los supuestos externos, en comparación con los utilizados en el escenario central de las proyecciones de junio, su repercusión conjunta sobre el crecimiento del PIB presenta un signo negativo en 2021 y 2022, y positivo en 2023, aunque de magnitud relativamente reducida en todos los casos (véase el anejo 1).

En concreto, en los primeros dos años del horizonte de proyección el impacto adverso sobre el producto de la economía derivado de los mayores precios del petróleo y de otras materias primas y del menor avance de los mercados de exportación compensaría con creces la incidencia favorable de los menores tipos de interés y del abaratamiento relativo de la producción nacional con respecto a la de los competidores. Sin embargo, en 2023 estos últimos factores, junto con la revisión al alza del ritmo de recuperación de los mercados mundiales, impulsarían el crecimiento por encima de lo previsto hace tres meses. Además, la incorporación del supuesto de

que la implementación de los proyectos asociados al NGEU tendrá lugar con un cierto retraso frente a las proyecciones de junio haría que su impacto expansivo estimado sea ahora algo mayor en 2022 y 2023, a expensas de unos menores efectos en 2021.

La evolución de los principales agregados macroeconómicos

Desde el punto de vista de la composición de la demanda agregada, la recuperación proyectada descansará principalmente sobre el componente nacional, aunque se prevé que, más allá del corto plazo, el sector exterior realice también una contribución positiva al crecimiento del PIB.

Dentro de la demanda nacional privada, todos sus componentes repuntarán de forma muy pronunciada este año, tras los fuertes retrocesos de 2020 (véanse cuadro 2 y gráfico 3). El consumo privado se habría desacelerado significativamente en los meses de verano, tras la sorpresa positiva del segundo trimestre, si bien habría conservado un notable dinamismo. El ritmo de crecimiento de este agregado seguiría atenuándose en la parte final del año como consecuencia de la presión sobre las rentas de los hogares que está generando el actual repunte inflacionista. Como resultado de esta evolución, se espera que se prolongue, en el segundo semestre, la reciente reducción de la tasa de ahorro, que podría llevar a que esta variable pasara de cotas próximas al 15% en 2020 al entorno del 7%, nivel algo superior al observado antes de la crisis (véase gráfico 4).

La moderación de las tasas de avance del consumo se prolongaría desde el arranque del próximo año como consecuencia del restablecimiento progresivo de los niveles habituales de gasto de los hogares. No obstante, el dinamismo de este agregado seguirá siendo relativamente elevado, a pesar del efecto moderador de este que ejercerá de forma previsiblemente transitoria el aumento de la inflación, en un contexto en el que la recuperación sostenida del mercado de trabajo y, como consecuencia, de la renta disponible, y el mantenimiento de condiciones financieras favorables, seguirán ejerciendo como soportes del gasto. A ello cabe añadir la disminución de la incertidumbre sobre la situación sanitaria y económica, que favorecerá una reducción del componente precautorio del ahorro. En todo caso, como se discute más adelante, la incertidumbre acerca del grado de dinamismo de este componente de gasto es elevada, en la medida en que resulta difícil discernir qué proporción

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2023) (cont.)

del ahorro acumulado durante la pandemia decidirán los hogares destinar al gasto.

Entre los componentes de la formación bruta de capital, se anticipa que la inversión en vivienda adquirirá un mayor dinamismo en los próximos trimestres. En este sentido, la recuperación de los visados que refleja la información disponible más recientemente sugiere un comportamiento más expansivo de la ejecución de obra a medio plazo. Estas perspectivas positivas se ven alentadas adicionalmente por la menor incertidumbre y por la evolución positiva del mercado de trabajo, que han

reforzado las expectativas de renta futura de los hogares. Por último, el avance de este agregado a lo largo del horizonte de proyección se verá favorecido adicionalmente por la implementación del NGEU. En concreto, España asignará, de acuerdo con el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR), una proporción significativa de las transferencias que reciba del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) europeo a la rehabilitación de viviendas.

La inversión de las sociedades no financieras presentará también, previsiblemente, un elevado vigor a lo largo del

Cuadro 2
PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES MACROMAGNITUDES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a)

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

	2020 (b)	2020	Proyecciones de septiembre de 2021			Proyecciones de junio de 2021		
			2021	2022	2023	Escenario central		
						2021	2022	2023
PIB	-10,8	-10,8	6,3	5,9	2,0	6,2	5,8	1,8
Consumo privado	-12,0	-12,1	9,6	4,3	1,3	7,1	5,7	1,7
Consumo público	3,3	3,8	2,2	0,2	0,9	1,9	0,3	0,9
Formación bruta de capital fijo	-9,5	-11,4	5,8	10,5	3,0	8,1	9,3	1,6
Exportación de bienes y servicios	-20,1	-20,2	8,7	11,1	4,5	11,9	9,5	4,3
Importación de bienes y servicios	-15,2	-15,8	11,5	7,5	3,3	11,6	8,3	3,4
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	-8,6	-8,8	7,0	4,7	1,6	5,9	5,3	1,4
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	-2,2	-2,0	-0,7	1,2	0,4	0,3	0,5	0,4
PIB nominal	-9,8	-9,9	7,6	7,7	3,6	7,2	7,1	3,4
Deflactor del PIB	1,1	1,1	1,2	1,8	1,6	1,0	1,3	1,6
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	-0,3	-0,3	2,1	1,7	1,3	1,9	1,2	1,2
IAPC sin energía ni alimentos	0,5	0,5	0,3	1,0	1,4	0,3	1,0	1,1
Empleo (horas)	-10,6	-10,4	8,1	5,6	1,7	6,7	5,4	1,8
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual								
	15,5	15,5	15,1	14,3	13,3	15,6	14,7	13,7
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	—	1,1	0,1	3,1	3,4	1,5	3,1	3,1
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	—	-11,0	-7,6	-4,3	-3,5	-8,2	-4,9	-4,3
Deuda de las AAPP (% del PIB)	119,9	119,9	117,9	114,3	114,3	120,1	117,9	118,0

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

NOTA: Último dato publicado de la CNTR: segundo trimestre de 2021.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 14 de septiembre de 2021.

b Las tasas de variación de 2020 que hacen referencia a las series de la Contabilidad Nacional se han actualizado para recoger la revisión de la Contabilidad Nacional Anual de 2018-2020 publicada por el INE el pasado 16 de septiembre. Las nuevas cifras de capacidad/necesidad de financiación de la nación y de las AAPP se harán públicas el próximo 30 de septiembre.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2023) (cont.)

horizonte de proyección como resultado de la conjunción de diversos factores. Estos incluyen la recuperación de la demanda final (que conducirá a un aumento en el grado de utilización de la capacidad instalada), la reducción progresiva de la incertidumbre y las necesidades de acometer procesos de digitalización, acrecentadas a raíz de la pandemia.

Además, las condiciones de financiación de las empresas continuarán siendo favorables, en un contexto en el que se espera que la política monetaria del BCE conserve un tono muy expansivo, tras la reciente revisión de su marco estratégico y las nuevas directrices establecidas acerca de la trayectoria futura de los tipos de interés y de la duración de los programas de compra de activos. Por último, un factor que impulsará de forma muy destacada el dinamismo de este componente de la demanda agregada será la ejecución de los proyectos asociados al NGEU, que debería dar como resultado tasas elevadas de crecimiento de la inversión empresarial durante el primer semestre de 2022. En comparación con las proyecciones de junio, las previsiones actuales comportan una revisión a la baja del avance de la inversión en equipo en 2021, y al alza en 2022 y 2023. Estas revisiones responden precisamente al retraso con el que, de acuerdo con la información disponible, estaría teniendo lugar la implementación del NGEU, lo que ha conducido a trasladar, en estas proyecciones, una parte del flujo de inversión asociado a los recursos europeos desde 2021 hasta 2022 y 2023.

En todo caso, la evolución de la inversión productiva privada será, previsiblemente, heterogénea por ramas de actividad en función del impacto diferenciado de la crisis sobre cada una de ellas y de los posibles cambios duraderos en la demanda relativa de distintos bienes y servicios.

Por lo que respecta a los intercambios comerciales con el resto del mundo, la interrupción de los movimientos de bienes que pudo observarse tras la llegada de la pandemia tuvo un carácter fundamentalmente transitorio, circunscrito, sobre todo, a la primavera de 2020. Por el contrario, la elevada persistencia de las limitaciones a los movimientos internacionales de personas está teniendo un impacto muy duradero sobre los flujos turísticos. En el horizonte de proyección, se anticipa un repunte de las exportaciones de bienes, especialmente intenso en 2021 y 2022, en sintonía con el fortalecimiento de la actividad en los principales socios comerciales de la economía española, que, en general, pertenecen al grupo de las economías avanzadas, cuyos progresos en el proceso de vacunación son elevados, de magnitud comparable a los registrados en España. Asimismo, en España y en los principales mercados emisores de turistas los avances de las campañas de inmunización están contribuyendo también a que se prolongue la reactivación de las exportaciones de servicios turísticos, agregado que, no obstante, tardaría aún en recuperar los niveles previos a la crisis sanitaria. Por su parte, las importaciones presentarían también avances notables,

Gráfico 3
CRECIMIENTO DEL PIB Y CONTRIBUCIONES DE LOS PRINCIPALES COMPONENTES

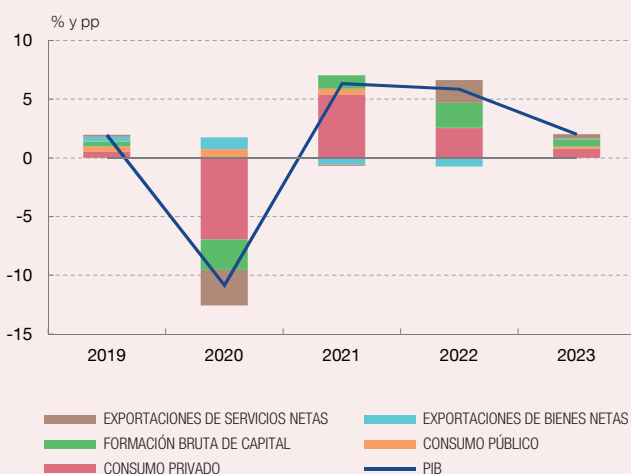


Gráfico 4
TASA DE AHORRO DE LAS FAMILIAS



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

en línea con la recuperación de la demanda final. En todo caso, los problemas de abastecimiento de algunos consumos intermedios a los que se están enfrentando las empresas en ciertas ramas industriales están dando lugar a aplazamientos de las entregas de pedidos de importación en algunas ramas cuyo peso en las ventas al resto del mundo es elevado, lastrando así ambas vertientes del comercio exterior. Este es el caso, en particular, del sector del automóvil, cuyas exportaciones supusieron en 2019 y 2020 un 11 % de las ventas de bienes al exterior.

El grado de utilización del factor trabajo presentará un perfil ascendente, en consonancia con la evolución de la actividad. En concreto, el crecimiento de las horas trabajadas se situaría en el 8,1 % en 2021, antes de moderarse hasta el 5,6 % y el 1,7 %, respectivamente, en 2022 y 2023. Este comportamiento expansivo del empleo permitirá que, a pesar del ligero repunte de la población activa, la tasa de paro presente un perfil descendente a lo largo del horizonte de proyección, hasta situarse por debajo de los niveles previos a la pandemia a partir de mediados de 2022.

En el ámbito de las Administraciones Públicas (AAPP) se espera una mejora sustancial del saldo presupuestario a lo largo del horizonte de proyección, tras el acusado deterioro observado en 2020. Esta reducción del déficit público obedecerá tanto a la naturaleza temporal de una parte de las medidas discrecionales adoptadas para hacer frente a las consecuencias de la pandemia como a la mejora cíclica. No obstante, el desequilibrio de las cuentas públicas permanecería en cotas todavía muy elevadas a finales del horizonte de proyección. Como resultado de las trayectorias proyectadas para el saldo de las AAPP y para el PIB nominal, la ratio de endeudamiento público, que en 2020 repuntó fuertemente hasta el 120 % del PIB, apenas descendería 5 pp en el horizonte considerado.

Precios y costes

La inflación subyacente, medida por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) sin energía ni alimentos, permaneció en niveles muy reducidos, en el entorno del 0 %, durante el primer semestre de 2021, en gran parte como consecuencia del efecto base negativo derivado

del retroceso registrado menos de un año antes en los precios de algunos servicios cuyo consumo se había visto especialmente dañado por la pandemia, como los relacionados con el turismo y el ocio. La desaparición de estos efectos base, junto con la recuperación progresiva de la demanda de bienes y servicios de consumo, sobre todo precisamente en las ramas más afectadas por las medidas de contención, ha motivado un repunte de la inflación subyacente en los meses de verano, de hasta el 0,6 % en agosto.

El repunte inflacionista está siendo notablemente más marcado en términos del IAPC general. La trayectoria alcista de este indicador refleja, principalmente, la evolución del componente energético, muy condicionada por los efectos base derivados de la pronunciada caída que los precios del petróleo presentaron durante la etapa inicial de la pandemia, pero también por su aumento posterior, así como por el marcado incremento que han venido presentando los precios de la electricidad. La evolución de esta última rúbrica se explica, sobre todo, por el impacto del encarecimiento del gas y, en menor medida, de los derechos de emisión de CO₂ sobre los precios fijados en el mercado mayorista⁸.

En principio, cabe esperar que estas alzas de los precios de los bienes energéticos respondan a factores predominantemente transitorios, relacionados con ciertas dificultades en el suministro de algunas materias primas, que son especialmente relevantes en el mercado del gas, y con el fuerte aumento de la demanda global tras la reapertura de las economías, una vez retiradas las medidas más severas de contención de la pandemia. En todo caso, estos encarecimientos de la energía no solo tienen un impacto directo sobre el coste de la cesta de consumo de los hogares, sino que además representan un aumento de los costes de producción de las empresas, que se suma al que resulta de los incrementos experimentados por los precios de diversas materias primas⁹. La evidencia histórica apunta a una traslación limitada a los precios de los productos finales de estos aumentos de costes, pero, en función del grado de persistencia de estos últimos, no se puede descartar que esa transmisión acabe siendo más elevada.

8 Véase M. Pacce, I. Sánchez y M. Suárez-Varela (2021), *El papel del coste de los derechos de emisión de CO₂ y del encarecimiento del gas en la evolución reciente de los precios minoristas de la electricidad en España*, Documentos Ocasionales, n.º 2120, Banco de España.

9 Véase el recuadro 7 de este Informe, «Los factores detrás del reciente incremento de la inflación en España».

En estas proyecciones se ha supuesto que tanto estos efectos como los que derivarían de que los trabajadores incorporaran a sus demandas salariales el repunte inflacionista reciente (lo que en la literatura se conoce como «efectos de segunda vuelta») tienen una magnitud limitada, por lo que las alzas recientes de los precios de la energía y, en general, de las materias primas tendrían solamente un efecto transitorio sobre las tasas de variación de los precios de consumo.

En estas condiciones, la presión ejercida por los elementos mencionados sobre la evolución del IAPC general alcanzaría su máximo en el tercer trimestre de 2021, y, posteriormente, su impacto sobre la inflación se reduciría de forma progresiva. En paralelo, la disminución paulatina del grado de holgura cíclica daría lugar a un modesto aumento sostenido de la tasa de inflación subyacente a lo largo del horizonte de proyección. En el conjunto de 2022, la desaceleración de los precios energéticos compensaría holgadamente el repunte de la inflación en los servicios y en los bienes industriales no energéticos, de forma que la variación del IAPC general se moderaría desde el 2,1 % en 2021 hasta el 1,7 % en 2022 (véase gráfico 6). En 2023 se reduciría adicionalmente (hasta el 1,3 %) y reflejaría la evolución de los componentes no energéticos. Por su parte, la inflación subyacente se mantendría, a pesar de su esperado repunte, en niveles moderados a lo largo de todo el horizonte de proyección, hasta alcanzar, en promedio, el 1,4 % en 2023.

Las fuentes de incertidumbre en torno al escenario central y el análisis de riesgos

Desde el inicio de la pandemia, el Banco de España ha optado, en consonancia con la elevada incertidumbre que ha venido rodeando las perspectivas tanto epidemiológicas como macroeconómicas, por la publicación de varios escenarios alternativos, que han diferido entre sí en función de varias dimensiones, entre las que destacan los supuestos acerca de la evolución de la crisis sanitaria y de las medidas introducidas para combatirla. Los avances en el proceso de inmunización en nuestro país y en el resto de las economías europeas han permitido acotar las incertidumbres de naturaleza puramente epidemiológica. Aunque estas incertidumbres no se han disipado del todo, su significativa disminución ha conducido a la decisión de presentar un único escenario al que se asigna una probabilidad de materialización significativamente más elevada que la de los escenarios centrales incluidos

en los conjuntos de escenarios publicados por el Banco de España en los últimos trimestres.

En estas proyecciones se asume que el proceso de inmunización de la población y el mantenimiento de la eficacia de las vacunas permitirán que la incidencia de la pandemia sobre la actividad económica continúe atenuándose en los próximos meses, hasta hacer prácticamente innecesario el mantenimiento de medidas para su contención. No obstante, no es posible descartar por completo una evolución epidemiológica más adversa que la asumida en las actuales proyecciones, con episodios de contagios de mayor gravedad, vinculados a una eventual propagación de variedades del virus más infecciosas y, en el peor de los casos, resistentes a las vacunas que requirieran la reintroducción de medidas de contención.

Además, como en los escenarios de junio, existe una notable incertidumbre sobre las decisiones de gasto de los hogares, que afecta a dos componentes de demanda. Por un lado, por lo que respecta al consumo privado, los hogares acumularon una cuantiosa bolsa de ahorro durante la pandemia como consecuencia de las restricciones a determinados tipos de gasto que llevaron aparejadas las medidas de contención de la pandemia y de un comportamiento más precavido de estos agentes. Estas proyecciones asumen que los hogares recurrirán solo de forma parcial a este elevado volumen de ahorro acumulado con el fin de financiar gasto corriente.

Hay varias razones que respaldan la adopción de este supuesto. En primer lugar, una parte importante del gasto que no ha podido materializarse desde el inicio de la pandemia debido a las restricciones no es fácilmente aplazable, pues se concentró en servicios como la restauración o el ocio, para los que es improbable que el gasto habitual pueda añadirse en su totalidad el que no se llevó a cabo durante la crisis sanitaria. En segundo lugar, los hogares que han reducido en mayor medida su consumo (o, de modo equivalente, han incrementado más su ahorro) con respecto al período previo a la pandemia han sido los de rentas más altas, cuya propensión al consumo es normalmente más reducida (véase gráfico 5). Por último, aunque la evidencia disponible acerca de la existencia de este canal no es concluyente, a menudo se argumenta que los hogares podrían decidir limitar sus niveles de gasto en anticipación de que el elevado volumen de deuda pública acumulado con la crisis conduzca a un aumento de impuestos en el futuro.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2023) (cont.)

Teniendo en cuenta estos argumentos, se asume que las familias no destinarán a la financiación de consumo más que una parte de los recursos acumulados durante la pandemia, de forma que, aunque la tasa de ahorro experimentará una reducción a lo largo del horizonte de proyección, todavía se situaría, en el promedio de 2023, algo por encima de su nivel previo a la crisis. No obstante, la posible traslación al consumo de una porción mayor de este ahorro constituye un riesgo al alza sobre las proyecciones de crecimiento.

Por otro lado, el segundo componente de la demanda acerca de cuya evolución continúa existiendo un grado elevado de incertidumbre inducida por el comportamiento de los hogares (en este caso, los no residentes) son las exportaciones de turismo. Bajo las actuales proyecciones, aunque los flujos de turismo receptor presentarán una senda de recuperación a lo largo del horizonte de proyección, no se aproximarían a una normalización casi completa hasta 2022, y no recuperarían los niveles previos a la crisis hasta finales de 2023. Dado que las proyecciones incorporan el supuesto de que las restricciones a la actividad se habrán hecho innecesarias en torno al inicio

de 2022, cabe la posibilidad de que la consiguiente reducción de la incertidumbre dé paso a un restablecimiento más rápido de los viajes vacacionales¹⁰.

La incertidumbre es asimismo elevada en relación con las secuelas que, incluso una vez resuelta la crisis sanitaria, esta dejará sobre la economía. Bajo las proyecciones presentadas se asume que las políticas desplegadas desde el inicio de la crisis permitirán que, a escala agregada, los daños causados por la crisis al tejido productivo y laboral en términos de destrucción de empresas y aumento del desempleo de larga duración tengan un efecto relativamente limitado sobre la economía. Estas expectativas son acordes con la esperada corrección gradual a lo largo del horizonte de proyección del repunte que, a raíz de la pandemia, ha mostrado la proporción de compañías vulnerables¹¹.

De hecho, el dinamismo con el que la economía está respondiendo al levantamiento de las restricciones parece corroborar que la magnitud de los daños persistentes al tejido productivo ocasionados por la crisis esté siendo relativamente modesta. Sin embargo, es aún pronto para valorar la posibilidad de secuelas más duraderas.

Gráfico 5
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL CONSUMO NOMINAL MEDIO POR HOGAR. DESGLOSE POR PARTIDA DE GASTO

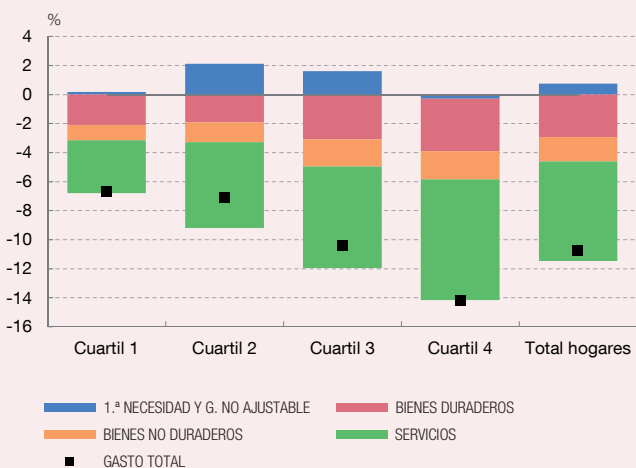
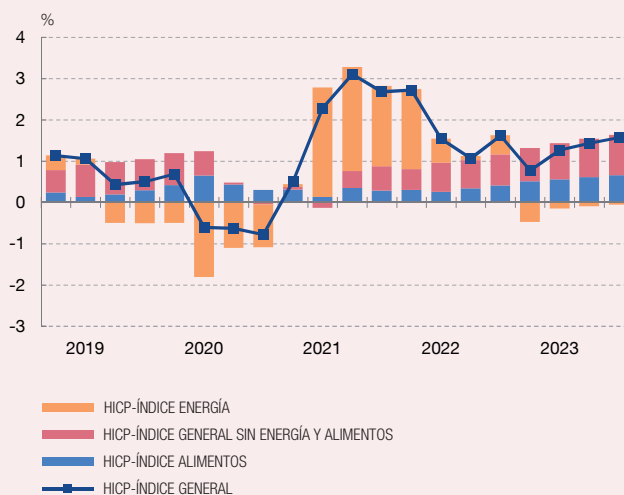


Gráfico 6
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

10 Es probable, sin embargo, que la pandemia origine cambios de hábitos más persistentes con respecto a los viajes de negocios.

11 Véanse los resultados de las simulaciones presentadas en R. Blanco, S. Mayordomo, Á. Menéndez y M. Mulino (2021), *El impacto de la crisis del COVID-19 sobre la vulnerabilidad financiera de las empresas españolas*, Documentos Ocasionales, n.º 2119, Banco de España.

Existen además distintos aspectos de la ejecución del programa NGEU que constituyen fuentes de incertidumbre para el desarrollo de la actividad económica. Por un lado, las proyecciones actuales incorporan, como se ha señalado, sobre la base de la información disponible, una implementación de estos proyectos algo más retrasada de lo que se anticipaba hace tres meses. No obstante, la distribución temporal de este gasto sigue siendo notablemente incierta. Por otro lado, la magnitud del impacto multiplicador sobre la actividad es, en la práctica, específica para cada uno de los proyectos individuales, por lo que las elasticidades agregadas que se utilizan en las proyecciones no dejan de ser una aproximación imperfecta de los efectos que se manifestarán en la realidad.

Además, en las proyecciones se considera que las disrupciones surgidas en las cadenas globales de aprovisionamiento de algunos materiales tendrán un impacto transitorio y relativamente acotado sobre la actividad agregada. Pero no puede descartarse que, en un contexto de mayor persistencia de estos problemas de suministro, la producción de las ramas más afectadas se vea limitada de un modo más significativo (y, con ello, las ventas nacionales y al resto del mundo), lo que frenaría la recuperación.

Por último, en el ámbito de las economías emergentes, donde los avances en el proceso de vacunación son comparativamente menores que en el conjunto de los países avanzados, una eventual intensificación de los recientes brotes de la enfermedad y de las restricciones impuestas para contenerlos dañaría la actividad en estas economías, con los consiguientes efectos negativos sobre las exportaciones españolas.

Esta multiplicidad de riesgos de distinto signo da lugar a un saldo que, en conjunto, se considera equilibrado en términos de las proyecciones de crecimiento del producto de la economía.

Por lo que respecta a los precios de consumo, la coyuntura actual se caracteriza por un grado de incertidumbre muy superior al registrado a lo largo de los últimos años, en la medida en que cabe la posibilidad de que el presente repunte de las presiones inflacionistas tenga un carácter más persistente que el considerado en estas proyecciones. El que ello pudiera llegar a ser así depende, en primer lugar, de que los precios de las materias primas mostraran una mayor inercia alcista que la que reflejan los supuestos

incorporados en el ejercicio y, en segundo lugar, dados los incrementos ya observados de esos precios, de que su traslación a los precios finales y a los salarios sea mayor que la considerada en estas proyecciones, que, como se ha apuntado, se basa en las regularidades empíricas observadas históricamente.

La transmisión del encarecimiento de algunos consumos intermedios a los precios finales podría ser más acusada que en episodios pasados, en la medida en que persistan los problemas de abastecimiento registrados recientemente en algunas industrias. Por su parte, la hipótesis de que la transmisión del repunte inflacionista a los crecimientos salariales será reducida se sustenta en el carácter plurianual de la negociación colectiva (de modo que la evolución de la inflación en un determinado período tiene la capacidad de influir sobre los incrementos salariales de solamente un tercio, aproximadamente, de los convenios) y en la escasa prevalencia de las cláusulas de salvaguarda. Pero, en sentido contrario, los mecanismos de carácter más o menos formal de indexación de las pensiones y de los salarios públicos podrían ejercer un cierto efecto imitación sobre los salarios privados.

ANEJO 1

Supuestos que subyacen a las proyecciones

La construcción de las proyecciones está condicionada al cumplimiento hipotético de determinados supuestos acerca de la trayectoria de un conjunto de variables referidas a los mercados exteriores de bienes y servicios de la economía española, los precios en los mercados financieros y de materias primas, y la política fiscal. En primer lugar, las hipótesis referidas a los mercados de exportación de España y a 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 septiembre de 2021*, que emplean información hasta el 16 de agosto. Para 2021, el crecimiento proyectado en la actualidad para los mercados de exportación de España es ahora algo mayor que en junio. No obstante, esta revisión, en términos de la media anual, refleja la evolución más positiva de lo anticipado hace tres meses en el período más reciente, mientras que, en contraposición, las perspectivas para la segunda mitad del año se han vuelto ahora algo más desfavorables. Para el bienio 2022-2023, los cambios en las perspectivas de la demanda exterior de los bienes y servicios producidos en España son muy reducidos.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2023) (cont.)

En segundo lugar, las sendas de los tipos de interés, los tipos de cambio y los precios del petróleo y otras materias primas se construyen como el promedio de las cotizaciones observadas en los respectivos mercados en los diez días laborables que preceden a una determinada fecha establecida para cada ejercicio de proyecciones (que, en este caso, es el 14 de septiembre). En el caso concreto de los tipos de cambio, se adopta como supuesto para todo el período 2021-2023 la cotización en el mercado de contado, mientras que, para el resto de las variables enunciadas, se toman en consideración los valores observados en los mercados de futuros para cada momento del horizonte de proyección.

En líneas generales, los cambios en estos supuestos, en comparación con las proyecciones de junio, son, en conjunto, relativamente reducidos. Por lo que respecta al precio del petróleo, se ha producido en los últimos meses

un encarecimiento de esta materia prima en los mercados de contado. Teniendo en cuenta las cotizaciones en los mercados de futuros para el resto del año, el nivel medio de esta variable en 2021 sería ahora de 68,7 dólares por barril, lo que supone una revisión al alza del 2,9 % con respecto al supuesto utilizado en junio. De acuerdo con los mercados de futuros, el petróleo se abarataría moderadamente con posterioridad, hasta situarse en 65,3 dólares en 2023 (nivel que es un 3,4 % superior al del ejercicio de proyecciones de junio).

Las rentabilidades negociadas en las fechas previas al cierre de estas proyecciones en los mercados de deuda soberana a diez años son ahora más bajas que en junio en los tres años del horizonte de proyección. En concreto, esta variable se situaría, en promedio, en el 0,3 %, el 0,5 % y el 0,7 % en 2021, 2022 y 2023, respectivamente. También se revisa, aunque de forma menos marcada, la

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

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	2020	Proyecciones de septiembre de 2021			Diferencia entre las previsiones actuales y las del escenario central de junio de 2021 (b)		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023
Entorno internacional							
Mercados de exportación de España (c)	-10,9	9,3	6,4	3,7	0,7	0,0	0,3
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	42,3	68,7	69,1	65,3	2,9	4,6	3,4
Condiciones monetarias y financieras							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,14	1,19	1,18	1,18	-0,01	-0,03	-0,03
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (d) (nivel 2000 = 100)	117,8	121,5	120,8	120,8	-1,2	-2,2	-2,2
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses) (e)	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	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	0,5	0,7	-0,2	-0,4	-0,4

FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

- a** Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 14 de septiembre 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 septiembre 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.

senda ligeramente ascendente que los mercados financieros anticipan para los tipos de interés a corto plazo. En concreto, el euríbor a tres meses pasaría del -0,5 % en 2021 al -0,4 % en 2023. Por su parte, el tipo de cambio del euro ha experimentado una cierta depreciación en los últimos tres meses en los mercados de contado, algo más pronunciada frente al dólar que en términos efectivos nominales.

Estos cambios en los supuestos externos, en comparación con los utilizados en junio, tienen un tamaño relativamente reducido, y el signo de sus efectos sobre la actividad y los precios no va en todos los casos en la misma dirección, por lo que su impacto sobre las proyecciones es, en conjunto, acotado. Por otro lado, en estas proyecciones se han realizado supuestos explícitos sobre el precio de la electricidad, dado que la magnitud del encarecimiento reciente comporta implicaciones de cierta entidad para las perspectivas macroeconómicas. En concreto, las hipótesis formuladas han tomado en consideración las cotizaciones en los mercados mayoristas de futuros hasta finales de 2022. Para 2023, la información sobre los precios negociados para distintos momentos es más escasa, por lo que se ha optado por un supuesto relativamente neutral, que contempla aumentos de precios intermensuales iguales al promedio observado en los últimos años.

Por último, los supuestos relativos a la política fiscal incluyen, con respecto a las previsiones de junio, diversas medidas aprobadas desde entonces. En primer lugar, se han incorporado las distintas actuaciones orientadas a moderar el alza de precios de la electricidad al que se acaba de aludir. La adopción de estas medidas se produjo en dos momentos distintos¹². Además, se ha introducido el mecanismo de compensación de la pérdida de poder adquisitivo de las pensiones que recoge el proyecto de ley actualmente en tramitación parlamentaria, lo cual supone retrasar a 2022 el impacto presupuestario

esperado de la compensación por la mayor inflación observada este año¹³. Por último, las proyecciones actuales incluyen una extensión adicional de los ERTE hasta el 31 de diciembre, que, aunque no ha sido aún aprobada, ha recibido el apoyo de los distintos agentes sociales¹⁴. En otro orden de cosas, una fuente adicional de cambios en las perspectivas fiscales en el año en curso viene dada por la evolución de la ejecución presupuestaria, que, de acuerdo con los datos publicados por la IGAE, está siendo más favorable de lo considerado en junio.

Adicionalmente, las proyecciones fiscales incorporan la aprobación definitiva por parte del ECOFIN, el pasado 13 de julio, del PRTR español. El detalle del Plan incluye los importes de los pagos previstos, así como las fechas en las que estos se harán efectivos y los hitos y objetivos a los que están condicionados los desembolsos.

La información disponible más recientemente sugiere que la absorción de los fondos del PRTR habría sido relativamente modesta hasta la fecha. Ello ha aconsejado, a la luz también de los retardos habituales entre la aprobación de los concursos para la realización de inversiones públicas y la materialización del gasto, proceder a revisar el calendario de absorción, de modo que se asume ahora que una parte de este tiene lugar de forma algo más tardía. En concreto, el gasto incorporado ahora en las proyecciones para 2021 tendría un impacto esperado sobre el PIB de este año de 0,6 pp, cuatro décimas menos de lo considerado en las proyecciones anteriores. Los efectos estimados sobre el producto de la economía a lo largo del resto del horizonte de proyección se elevarían en esa misma cuantía. Asimismo, la última información disponible ha conducido al abandono del supuesto de neutralidad en términos del déficit público, año a año, del gasto con cargo a los fondos del denominado «REACT-EU»¹⁵. En concreto, este gasto tendría un efecto

12 En concreto, el 24 de junio se aprobó el Real Decreto-ley 12/2021, por el que se rebaja el IVA de la electricidad del 21 % al 10 % hasta final de año para los consumidores con una potencia contratada inferior a 10 kW, y siempre que el precio medio aritmético del mercado mayorista de la electricidad se mantenga por encima de los 45 euros por MWh, y se suspende el impuesto sobre el valor de la producción de energía eléctrica (IVPEE) entre julio y septiembre. Con posterioridad, el 14 de septiembre, se aprobó el Real Decreto-ley 17/2021, que, entre otras medidas, extiende al cuarto trimestre del año la suspensión del IVPEE y rebaja del 5,1 % al 0,5 % el impuesto especial sobre la electricidad hasta el final de 2021.

13 Proyecto de Ley de garantía del poder adquisitivo de las pensiones y de otras medidas de refuerzo de la sostenibilidad financiera y social del sistema público de pensiones, que liga la subida de las pensiones de cada año con la inflación registrada en los 12 meses previos a diciembre del año anterior.

14 La información disponible apunta a la posibilidad de que la prórroga se extienda hasta el 31 de enero de 2022.

15 Siglas que corresponden al denominado *Recovery Assistance for Cohesion and the Territories of Europe*. Este, junto con el MRR, constituyen los dos componentes fundamentales del NGEU.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2023) (cont.)

amplificador del déficit de magnitud moderada a corto plazo, que se vería compensado por un efecto de signo opuesto a partir de 2023.

Además de los supuestos realizados sobre los fondos europeos, las previsiones para el período 2022-2023 se apoyan en las hipótesis técnicas habituales. En particular, se asume que las partidas sujetas a una mayor discrecionalidad —entre las que destacan por su tamaño las compras o la inversión pública— evolucionarán en línea con el crecimiento potencial de la economía española. Por otro lado, la trayectoria de las restantes rúbricas que componen las cuentas de las AAPP vendrá definida, en ausencia de medidas, por sus determinantes habituales¹⁶.

La evolución de las distintas variables presupuestarias, resultante de los supuestos formulados acerca de ellas, junto con la brecha de producción estimada de manera coherente con el resto de las proyecciones macroeconómicas, permite realizar una estimación del tono de la política fiscal, medido por la variación del saldo estructural primario neto de los fondos europeos¹⁷. El resultado obtenido de acuerdo con este procedimiento es tal que el tono de la política fiscal sería, como ya ocurriera en 2020, notablemente expansivo en 2021 y 2022 (en 1,3 pp y 1,5 pp del PIB, respectivamente). Sin embargo, en 2023 pasaría a ser contractivo (en 0,6 pp), como consecuencia de la reducción estimada del impulso derivado de los fondos europeos, cuyo mayor nivel estimado se alcanzaría en 2022.

16 En concreto, se considera que los ingresos públicos crecerán en línea con la evolución de sus bases impositivas, que dependen principalmente del contexto macroeconómico. El criterio aplicado es similar en el caso del gasto en pensiones —cuya evolución viene determinada por las tendencias demográficas y por la indiciación 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—.

17 Los fondos europeos procedentes del NGEU dan lugar a un menor déficit estructural, pero no a 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.

Esquema 1
SÍNTESIS DE LAS PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA, 2021-2023

	2021	2022	2023	PRINCIPALES MOTIVOS PARA LA REVISIÓN (respecto al escenario central en las previsiones de junio)
PIB	6,3 % ↑ 0,1 pp	5,9 % ↑ 0,1 pp	2 % ↑ 0,2 pp	<ul style="list-style-type: none"> — Fuerte repunte de la actividad en el segundo trimestre (+2,8 % intertrimestral), especialmente del consumo privado — La información más reciente disponible también apunta a un elevado grado de dinamismo en el tercer trimestre (+2,7 % intertrimestral) — El empleo de parte de los fondos del NGEU se desplaza de 2021 a 2022-2023 — Aumentos recientes significativos en los precios de los bienes energéticos y en los de algunos servicios — Cuellos de botella en las cadenas globales de suministro y cambios en las perspectivas de crecimiento mundial
Inflación	2,1 % ↑ 0,2 pp	1,7 % ↑ 0,5 pp	1,3 % ↑ 0,1 pp	<p>PRINCIPALES FUENTES DE INCERTIDUMBRE</p> <ul style="list-style-type: none"> — Entorno global y evolución de la pandemia — Dinamismo del consumo privado en un futuro (ritmo de gasto de la bolsa de ahorro acumulada y posibles efectos adversos del repunte de la inflación sobre la renta real de los hogares) — Persistencia o amplificación de los cuellos de botella — Efectos indirectos y de segunda vuelta que podrían incrementar la persistencia de la actual senda inflacionista

FUENTE: Banco de España.