

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS 2021-2023**

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 rebrotes 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.

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS 2021-2023 (cont.)**

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>.

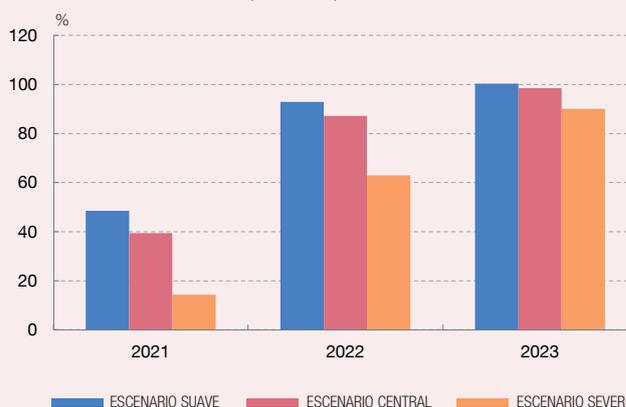
En el escenario central, la tasa de ahorro disminuiría a lo largo del horizonte de proyección, pero se mantendría al final de este por encima de su nivel previo a la pandemia (véase gráfico 1). En cambio, en el escenario suave, la caída sería mayor y la tasa de ahorro se situaría muy próxima a esa última 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».

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS 2021-2023 (cont.)**

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

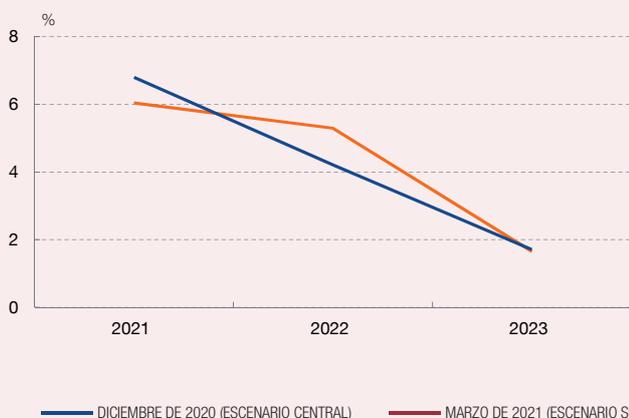
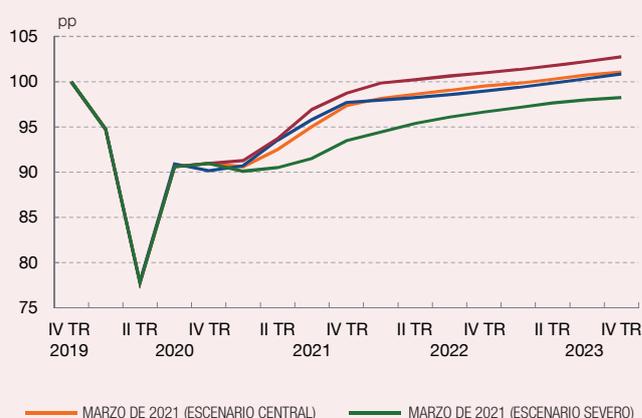


Gráfico 4  
PIB REAL. NIVEL (IV TR 2019 = 100)



FUENTES: Banco de España e INE.

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS 2021-2023 (cont.)**

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
Defactor 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.

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS 2021-2023 (cont.)**

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

	2020	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	
<b>Entorno internacional</b>								
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	3,2	0,8	0,1	-0,3
	Escenario severo		3,6	3,0	3,6	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	
<b>Condiciones monetarias y financieras</b>								
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.